UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

MODELI VREDNOTENJA DELNIC NA PRIMERU DELNICE PETROL, d.d.

Ljubljana, april 2004

JURE JUTERŠEK

IZJAVA

Študent/ka Jure Juteršek izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom mag. Aljoša Valentinčič in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne : _____ Podpis: _____

KAZALO

UVOD **1**
1. SPLOŠNO O DENARNIH TOKOVIH **2**
1.1 Opredelitev denarnih tokov 2
1.2 Vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov 3
2. VREDNOTENJE NA PODLAGI DIVIDEND **5**
2.1 Dividendno diskontni model (DDM – Dividend Discount Model) 5
2.2 Model stalne stopnje rasti dividend (DGM – Dividend Growth Model) 5
2.3 Model določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM model) 6
2.3.1. Stopnja donosa za netvegano naložbo (r_f) 7
2.3.2. Tržna premija za tveganje ali cena za tveganje $(r_m - r_f)$ 7
2.3.3. Koeficient beta (sistematično tveganje) (β) 8
3. VREDNOTENJE DELNIC NA PODLAGI FINANČNIH KAZALCEV **10**
3.1 Multiplikator čistega dobička 11
3.2 Kazalec EV/EBITDA 12
3.3 Multiplikator čistih prihodkov od prodaje 13
3.4 Kazalec P/CF 15
4. PRIMER VREDNOTENJA DELNICE PETROL **15**
4.1 Trendi na trgu nafte 15
4.1.1. Dogodki, ki so vplivali na ceno surove nafte 17
4.2 Predstavitev podjetja Petrol, d.d. 17
4.2.1. Trgovanje z delnicami PETG 19
4.2.2. Pomembnejši kazalci poslovanja podjetja Petrol, d.d. 21
4.3. Vrednotenje delnice Petrol 22
4.3.1. Napoved prodaje 23
4.3.2. Izračun zahtevane stopnje donosa 26
4.3.3. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi kazalcev 28
4.3.4. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi dividend 30
4.3.5. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov 32
5. SKLEP **35**
LITERATURA **37**
VIRI
SLOVAR TUJIH IZRAZOV
PRILOGE

UVOD

Pod pojmom vrednotenje razumemo oceno vrednosti neki stvari. Namenov vrednotenja je veliko in se med seboj razlikujejo glede na različne potrebe. Tako lahko vrednotenje služi za nakup ali prodajo podjetja, zavarovanje premoženja, najem posojila, zavarovanje posojila, združevanje podjetij, določanje družbeniških deležev, izdaje delnic, začetek trgovanja z delnico na borzi, denacionalizacije, zamenjave delnic, MBO (managment buy out), likvidacija podjetja, stečaj podjetja, presoja stanja podjetja, privatizacija podjetja, dokapitalizacija, itd. *(Škof, 1994, str. 34).*

V diplomskem delu bom predstavil temeljne metode vrednotenja delnic ter jih v drugem delu podkrepil z končnim izračunom vrednosti delnice Petrola.

Temeljni namen vrednotenja delnice je uporabiti metodo vrednotenja na osnovi dividend, metodo vrednotenja na podlagi različnih kazalcev in metodo vrednotenja na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov, nato pa na podlagi teh metod določiti skupno končno vrednost delnice Petrola.

V drugem poglavju je opredlejen denarni tok, ki predstavlja osnovo pri vrednotenju sredstev. Diskontirani denarni tok predstavlja prejemke in izdatke podjetja v določenem obdobju. Pri vrednotenju uporabljamo prihodnje pričakovane denarne tokove, ki jih je potrebno diskontirati na sedanjo vrednost. Vrednost sredstva (sedanja vrednost) pa je odvisna od denarnega toka, diskontne stopnje, ki odraža tveganje denarnega toka in obdobja na katerega se nanaša.

V tretjem poglavju predstavljam vrednotenje na podlagi dividend. Najprej opisujem dividendno diskontni model, ki predstavlja osnovo za vse ostale modele vrednotenja. V dividendno diskontnem modelu je cena delnice opredeljena z izplačilom prihodnjih dividend, medtem ko je cena delnice v modelu stalne stopnje rasti cena delnice prav tako opredeljena z izplačilom prihodnjih dividend ob predpostavki konstantne stopnje rasti in izplačilu dividend. S pomočjo CAPM modela bom opisal postopek določitve zahtevane stopnje donosa za naložbo v delnico podjetja Petrol, d.d..

V četrtem poglavju predstavljam vrednotenje na podlagi finančnih kazalcev. Zaradi pogoste napačne uporabe in razlage kazalcev so predstavljeni tudi postopki uporabe kazalcev. Predstavil bom kazalce tržne vrednosti in kazalce prodaje.

V zadnjem, petem poglavju bom teoretično znanje iz prejšnjih poglavij uporabil na primeru vrednotenja delnice Petrola. Najprej so predstavljeni trendi in dogodki, ki so vplivali na oblikovanje cene naftnih derivatov, nato sledi predstavitev podjetja Petrol, d.d..

V nadaljevanju sledi nadrobna opredelitev napovedi prodaje ter vrednotenje delnice na podlagi opisanih metod in končni izračuni notranje vrednosti delnice. Čisto na koncu sledi primerjava dobljenih rezultatov vrednotenja s tržno vrednostjo na borzi.

1. SPLOŠNO O DENRNIH TOKOVIH

Denarni tok nam prikazuje dejanske denarne prejemke in izdatke podjetja v določenem obdobju. Denarni tok lahko napovedujemo za prihodnjo in sedanjo vrednost naložbe.

Prihodnja vrednost (future value) nam pove, na koliko bo naložba prirasla po preteku določenega časovnega obdobja, če se obrestuje po določeni obrestni meri. Daljše kot je časovno obdobje, višja bo prihodnja vrednost pri dani obrestni meri, in višja kot je obrestna mera, višja bo prihodnja vrednost pri danem številu obdobij obrestovanja. Pri sedanji vrednosti (present value) pa iščemo sedanji ekivalent denarnim zneskom, ki bodo nastali v prihodnosti *(Berk et al., 2002, str. 16).*

Tako vidimo, da nam sedanja vrednost pove, koliko je določen denarni tok vreden danes, prihodnja vrednost pa nam pove, koliko denarja moramo danes investirati v neko finančno obliko, da na določen prihodnji datum dobimo določen želeni znesek.

Postopek diskontiranja uporabljamo, kadar iščemo sedanjo vrednost, obrestovanje pa, kadar iščemo prihodnjo vrednost, pri tem je potrebno paziti, da ustrezno upoštevamo obrestno mero in nastanek denarnega toka v času *(Berk et al., 2002, str. 16).*

1.1 Opredelitev denarnih tokov

V vsakem letnem poročilu podjetja mora biti ob bilanci stanja in izkaza uspeha, naveden tudi izkaz denarnih tokov (cash flow statement). Največ težave pri vrednotenju je povezanih prav z ocenitvijo denarnega toka, ki je potreben element pri ocenjevanju diskontiranih denarnih tokov.

Vrednost podjetja konec koncev ni določena na temelju tekočih denarnih tokov ampak na podlagi pričakovanih prihodnjih denarnih tokov. Če pogledamo podrobneje je vrednost sredstev določena kot funkcija denarnih tokov, življenjske dobe sredstva, pričakovane stopnje rasti denarnega toka in tveganja povezanega z denarnimi tokovi. Na podlagi te opredelitve denarnega toka, lahko denarni tok zapišemo kot:

$$\textit{Denarni tok} = \textit{čisti dobiček} + \textit{amortizacija} - \textit{investicije}$$

Se pravi, denarni tok je opredeljen kot dobiček povečan za amortizacijo in zmanjšan za investicije. Iz enačbe je razvidno, da nam dobiček in amortizacija predstavljata denarne prejemke podjetja, investicija pa predstavlja njegov denarni izdatek.

Čisti dobiček nam kaže celoten dobiček po obdavčitvi in odraz preteklega poslovanja podjetja. Znesek amortizacije prištejemo k čistemu dobičku, saj le ta predstavlja strošek in zmanjšuje čisti dobiček. Tako dobimo dobiček povečan za amortizacijo, ki ga podjetje lahko nameni za investiranje. Denarni tok je lahko tudi negativen, kar pomeni, da ima podjetje višje investicije, kot pa ustvari dobička, s katerim lahko financira le-te. Podjetje se mora dodatno zadolževati, vendar ne more imeti negativnega denarnega toka v neskončnost, saj bi se moralo več zadolževati kot pa znašajo njegovi prihodki. Ni nujno, da negativen denarni tok pomeni slab znak podjetja, vse dokler raste in investira v obratni kapital.

Pri računanju sedanje vrednosti prihodnjih denarnih tokov je pomembna tudi pravilna opredelitev diskontne stopnje. Kadar računamo sedanjo vrednost podjetja na podlagi prostega denarnega toka (free cash flow), opredelimo diskontno stopnjo kot tehtano povprečje stroškov kapitala (WACC – Weighted Average Cost of Capital[1]). Prosti denarni tok predstavlja tisti denarni tok, ki je namenjen vsem lastnikom kapitala, tako lastniškega kot tudi dolžniškega, po tem, ko so bile poravnane vse investicije potrebne za nadaljevanje obratovanja podjetja. V primeru, da podjetje ni zadolženo, je prosti denarni tok v celoti na voljo lastnikom.

Kadar računamo sedanjo vrednost podjetja s pomočjo neto denarnega toka (net cash flow), pa opredelimo diskontno stopnjo kot zahtevano stopnjo donosa. Neto denarni tok predstavlja tisti denarni tok, ki pripada le lastnikom lastniškega kapitala. Zahtevano stopnjo donosa lahko izračunamo s pomočjo modela CAPM, ki je opredeljen v poglavju 2.3..

Vrednotenje na podlagi prostega denarnega toka, ki pripada vsem udeležencem podjetja uporabljamo pri združevanju in prevzemanju podjetij. Med tem ko vrednotenje na podlagi neto denarnega toka, ki pripada navadnim delničarjem uporabljamo pri vrednotenju navadnih delnic *(Brigham et al., 2002, str. 188).*

Prosti denarni tok se uporablja za *(Brigham, 2002, str. 189):*

- plačilo obresti dolžnikom
- poplačilo dolžnikom, kar predstavlja plačilo dolga
- izplačilo dividend delničarjem
- odkup delnic od delničarjev
- nakup tržnih vrednostnih papirjev

Vrednotenje je v veliki meri odvisno od razumevanja poslovanja okolja, panoge v kateri deluje, splošnega ekonomskega okolja, v katerem se nahaja, trendov ter od predvidevanja prihodnjega dogajanja. Potrebno je dobro poznavanje poslovnega okolja podjetja[2]. Pri vrednotenju je pomembna tudi pravilna uporaba metodologije, saj moramo pri napovedovanju prihodnjih denarnih tokov v model vključiti tudi pretekle finančne izkaze podjetja (za 5 do 10 let nazaj, saj tako dobimo predstavo o poslovanju), ki nam služijo kot osnova. Tako vidimo, da prihodnji denarni tokovi odsevajo preteklo poslovanje podjetja.

1.2 Vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov

Pri vrednotenju delnic nas zanimajo prihodnji denarni tokovi, ki jih diskontiramo na sedanjo vednost. Osnovna enačba, ki jo uporabljamo pri računanju sedanje vrednosti delnice na podlagi denarnih tokov, je:

---

[1] *WACC - Weighted Average Cost of Capital), ki nam predstavlja tehtano povprečje stroškov lastniškega in dolžniškega kapitala, ki je opredeljen kot: WACC =* $w_e*k_e+w_d*k_d(1-t)$ *kjer je* $w_e+w_d=1$. w_e *predstavlja delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu,* w_d *predstavlja delež dolžniškega kapitala,* k_e *predstavlja strošek kapitala,* k_d *predstavlja strošek dolga, t predstavlja davčno stopnjo.*

[2] *Več o poslovnem okolju podjetja Marko Jaklič v knjigi z naslovom Poslovno okolje podjetja*

$$P_0 = \frac{CF_1}{(1+k)}$$

P_0 = sedanja vrednost
CF_1 = prihodnji denarni tok (cash flow)
k = zahtevana stopnja donosa

Sedanjo vrednost delnice *(P_o)* izračunamo tako, da prihodnji denarni tok *(CF_1)* delimo z zahtevano stopnjo donosa *(1 + k)*. S tem prevedemo vrednost prihodnjega denarnega toka na sedanjo vrednost, postopek imenujemo diskontiranje. Ker pa podjetja ustvarjajo denarne tokove skozi daljše obdobje, moramo v enačbo vnesti tudi komponento časa oziroma časovno obdobje.

$$P_0 = \frac{CF_1}{(1+k)} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + ... + \frac{CF_\infty}{(1+k)^\infty}$$

P_0 = sedanja vrednost
CF = prihodnji denarni tok (cash flow)
k = zahtevana stopnja donosa
$\frac{1}{(1+k)}$ = diskontni faktor

Denarni tokovi ustvarjeni v začetnih obdobjih, prispevajo k sedanji vrednosti bistveno več, kot denarni tokovi ob koncu obdobja, saj so le-ti diskontirani z nižjimi diskontnimi faktorji $1/(1+k)^n$. Iz trditve lahko povzamemo, da je denar, ki ga prejmemo danes vreden več, kot denar, ki ga bomo prejeli jutri. Pri tem bi rad spomnil, da je pomemben obrat denarja, saj denar, ki ga prejmemo danes lahko ponovno reinvestiramo. Poleg tega pa je pomembna tudi zahtevana stopnja donosa (k), ki določi vrednost prihodnjih denarnih tokov, ki jih nato diskontiramo na sedanjo vrednost.

Pri vrednotenju na podlagi diskontiranih denarnih tokov moramo upoštevati tudi doslednost denarnih tokov in obrestne mere:

- nominalni denarni tok mora biti diskontiran po nominalni diskontni stopnji, realni denarni tok pa mora biti diskontiran po realni diskontni stopnji
- denarni tok pred obdavčenjem mora biti diskontiran po diskontni stopnji pred obdavčenjem, denarni tok po obdavčenju pa mora biti diskontiran po diskontni stopnji po obdavčenju

Ker je večina denarnih tokov in obrestnih mer izražena realno jih moramo preoblikovati v nominalne denarne tokove in obrestne mere, to naredimo tako, da upoštevamo učinek inflacije na vsako izmed kategorij. Pri obrestni meri to naredimo s pomočjo Fischerjeve enačbe[3], kjer faktor realne obrestne mere povečamo za faktor

[3] *Fischerjeva enačba $(1 + n) = (1 + r) * (1 + \pi)$*
n = nominalna obrestna mera
r = realna obrestna mera
π = stopnja inflacije

inflacije. V primeru, ko upoštevamo stopnjo inflacije v denarnih tokovih, jo moramo upoštevati tudi v diskontni stopnji, sicer bi dobili precenjeno vrednost delnice.

2. VREDNOTENJE NA PODLAGI DIVIDEND

Najpreprostejši model za vrednotenje lastniškega kapitala je dividendno diskontni model, kjer je sedanja vrednost delnice izražena kot sedanja vrednost pričakovanih dividend.

2.1 Dividendno diskontni model (DDM – Dividend Discount Model)

Investitor z nakupom delnice na trgu pričakuje dve vrsti denarnih tokov, in sicer dividendo, ki jo dobi za čas držanja delnice in pričakovano ceno delnice na koncu obdobja držanja delnice. Tako vidimo, da je donos delnice sestavljen iz donosa v obliki dividende in povečane tržne cene delnice, ki je odvisna od pričakovane stopnje donosa naložbe. Pričakovana cena delnice je določena s prihodnjimi dividendami, sedanja vrednost delnice pa predstavlja sedanja vrednost dividend v neskončnost.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

D_t = dividenda na koncu obdobja t
P_0 = cena vrednostnega papirja na začetku obdobja
k = zahtevana stopnja donosa naložbe

Zdaj smo določili ceno delnice, ki jo investitor pričakuje v prihodnosti, pri tem pa nam dividendno diskontni model pove, da je sedanja vrednost delnice odvisna od sedanje vrednosti dividend. Dividendo lahko uporabimo kot merilo denarnega toka, ki priteka lastniku delnice. Ceno delnice določimo tako, da sedanjo dividendo diskontiramo s pričakovano stopnjo donosa, ki vključuje tudi tveganje. Investitor pa poleg donosa v povečani ceni delnice pričakuje tudi dividende.

2.2 Model stalne stopnje rasti dividend (DGM – Dividend Growth Model)

Ker pa ne moremo narediti projekcij dividend v neskončnost, se je razvilo več vrst dividendno diskontnih modelov, ki temeljijo na različnih predpostavkah glede prihodnje rasti. Najbolj preprost model vrednotenja delnic za stabilno rastoče podjetje, ki izplačuje divdende po svoji moči je model stalne stopnje rasti dividend (Dividend Growth Model).
Model stalne stopnje rasti temelji na predpostavki o konstantni stopnji rasti dividend in izplačevanju dividend v prihodnosti, ki bodo rasle z določeno konstantno stopnjo (g).

Model stalne stopnje rasti lahko imenujemo tudi Gordonov model rasti (Gordon Growth Model – GGM) in ga zapišemo kot:

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{Div_n}{(1+k_n)} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{Div_n * (1+g)}{(1+k_n)} = \frac{Div_n * (1+g\ )}{(k_n - g\ )} = \frac{Div_n}{(k_n - g\ )}$$

Div_n = dividenda na koncu obdobja
P_0 = cena vrednostnega papirja na začetku obdobja
k_n = pričakovana stopnja donosa naložbe
g = konstantna stopnja rasti dividend
Ocena stopnje rasti in denarnega toka je torej bistvena sestavina vrednotenja.

Model stalne stopnje rasti je primeren za podjetja:

- s stabilno stopnjo rasti za podjetja, ki izplačuje visoke dividende in so dividende približek prostemu denarnemu toku na kapital (FCFE)
- podjetja s stalnim vzvodom (leverage)

Model stalne stopnje rasti je zelo občutljiv na določljivke stopnje rasti, časovnega obdobja in zahtevane stopnje donosa, njihova napačna uporaba lahko pripelje do nepravilnih ocen vrednosti.

Povzamemo lahko, da je model stalne stopnje rasti (DGM) primeren za rastoče podjetje, katere stopnja rasti je enaka ali manjša od nominalne rasti gospodarstva in, ima ustaljeno politiko izplačevanja dividend v prihodnosti. Pri tem pa je potrebno upoštevati, da mora biti pričakovana stopnja donosa delnice večja od stopnje rasti dividend, saj v nasprotnem primeru dobimo negativno (nesmiselno) vrednost delnice. Kljub omejitvam model stalne stopnje rasti predstavlja osnovo za izpeljavo modelov rasti dividend kot so dvostopenjski model rasti z neskončno stopnjo rasti na koncu in trostopenjski model diskontiranih dividend.

2.3 Model določanja cen dolgoročnih naložb (CAPM model)

CAPM model (Capital Assets Pricing Model) je pomembno orodje, ki ga uporabljamo za analizo razmerja med tveganjem in stopnjami donosa. Podaja razmerje med tveganjem, ki ga posamezna naložba doprinese k tveganju premoženja (portfelja) in zahtevano donosnostjo te posamezne naložbe.

Enačba, ki kaže razmerje med zahtevano donosnostjo in tveganjem posamezne naložbe (β), je:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) * \beta$$

kjer je:

ri = zahtevana stopnja donosa za konkretno naložbo i
r_f = stopnja donosa za netvegano naložbo
r_m = pričakovana stopnje donosa tržnega premoženja
$(r_m - r_f)$ = tržna premija za tveganje
β = mera sistematičnega tveganja

Enačba simbolizira zahtevano donosnost posamezne naložbe, ki je tako sestavljena iz netvegane stopnje donosa in dodane premije za tveganje, ki ga ta naložba prinese v premoženje. Vidimo, da je premija za tveganje nagrada za prevzemanje sistematičnega (tržnega) tveganja, ki se ga ne da odpraviti z razpršitvijo (diverzifikacijo).

Za izračun zahtevane stopnje donosnosti potrebujemo kot sledi iz modela CAPM tri ključne dejavnike: stopnjo donosa za netvegano naložbo (r_f), tržna premija za tveganje $(r_m - r_f)$, koeficient beta (β).

2.3.1. Stopnja donosa za netvegano naložbo (r_f)

Da bi razumeli tveganje povezano z neko naložbo vzemimo kot primer investitorje, ki kupujejo naložbe z določeno pričakovano stopnjo donosa, ki jo bo naložba prinesla tekom časa v njegovi posesti. Dejanska stopnja donosa naložbe, ki ga le-ta prinese v obdobju pa se lahko razlikuje od pričakovane stopnje donosa in tu vidimo, se pojavi tveganje. Sledi, da je neka naložba netvegana tedaj, kadar je dejanska stopnja donosa enaka pričakovani stopnji donosa.

Netvegana stopnja donosa (risk free rate) je enaka donosu vrednostnega papirja, ki je popolnoma netvegan in ni koleriran z donosom nobene druge naložbe. V praksi si pomagamo z državnimi vrednostnimi papirji, ki veljajo za najvarnejšo oziroma najmanj tvegano naložbo. Dva temeljna pogoja za opredelitev netvegane naložbe *(Damodaran, 2002, str. 154)*:

- ne sme biti tveganja (default risk) izostanka plačil. Samo naložbe v kratkoročne državne vrednostne papirje zagotavljajo netvegano stopnjo donosa, saj država lahko vedno pobere davke in vsaj v nominalnem pogledu izpolni svoje obljube.
- ne sme biti tveganja ponovnega investiranja (reinvestment risk)

Pomembno pri netvegani stopnji donosa je tudi upoštevanje realne ali nominalne vrednosti. Če pri vrednotenju upoštevamo realno netvegano stopnjo donosa moramo upoštevati tudi nominalen denarni tok in obratno.

2.3.2. Tržna premija za tveganje ali cena za tveganje $(r_m - r_f)$

Tržna premija za tveganje predstavlja dodaten donos nad netvegano naložbo, ki ga zahteva povprečen vlagatelj, da ima svoja sredstva investirana v povprečno tvegano naložbo. Premija za tveganje nam predstavlja razliko med pričakovano stopnjo donosa tržnega premoženja (r_m) in stopnjo donosa za netvegano naložbo (r_f). Tržna premija za tveganje lahko temelji na podlagi preteklih (ex-post) ali prihodnjih (ex-ante) podatkov.
Najbolj pogosto uporabljena tržna premija za tveganje sloni na podlagi preteklih podatkov – zgodovinska tržna premija, ki jo je tudi najlažje ocenit. Tržno premijo za tveganje izračunamo tako, da primerjamo dejanski donos za celoten trg (povprečje) za daljše izbrano obdobje z dejanskim donosom vrednostnega papirja, ki nima tveganja izostanka plačil (default free) - državni vrednostni papirji. Razlika v letni

donosnosti med donosnostjo celotnega trga in netveganim vrednostnem papirju za izbrano obdobje pa nam predstavlja zgodovinsko tržno premijo za tveganje. Pri tem je potrebno upoštevati tri kriterije *(Damodaran, 2002, str. 161)*:

- uporabljeno časovno obdobje. Priporočljivo je vzeti čim daljše obdobje, da tako odpravimo vse anomalije, ki so se pojavile v preteklosti. Saj je ocena standardne napake za obdobje desetih ali dvajsetih let lahko celo preseže tržno premijo za tveganje, zato potrebujemo za izračun daljše obdobje.
- izbira netveganega vrednostnega papirja. Netvegana stopnja donosa pri izračunu premije mora biti skladna z netvegano stopnjo donosa pri izračunu pričakovane stopnje donosa.

- aritmetično in geometrijsko povprečje. Pri izračunu je možno uporabljati geometrijsko ali aritmetično povprečje, pri čemer slednja daje višje rezultate za tržno premijo za tveganje

Tržno premijo za tveganje lahko izračunamo tudi z uporabo naslednje formule:

$$r_m = \frac{div}{S} + g$$

$\frac{div}{S}$ = dividendna donosnost delniškega indeksa

g = ocena stopnje rasti dividend

Iz enačbe je razvidno, da lahko tržno premijo za tveganje določimo tudi kot vsoto dividendne donosnosti delniškega indeksa in ocene stopnje rasti dividend. Za dividendno donosnost delniškega indeksa za Slovenijo bi lahko vzeli SBI 20.

2.3.3. Koeficient beta (sistematično tveganje) *(ß)*

V Sloveniji je težko določiti tržno premijo za tveganje saj je slovenski trg kapitala še nerazvit in ima razmeroma kratko zgodovino, zato se največkrat uporablja podatke povzete z ameriškega ali nemškega trga kapitala.
Z naključnim dodajanjem novih naložb (delnic) v premoženje investitorja se hitro zmanjšuje standardni odklon donosnosti premoženja. Popolne razpršitve s katero bi tveganje povsem odpravili, ne moremo doseči, saj donosnosti naložb med seboj niso popolnoma negativno kolerirane. Tako skupno tveganje razdelimo na sistematično in nesistematično tveganje.

skupno tveganje = nesistematično tveganje + sistematično tveganje

Nesistematično tveganje (unsystematic risk) predstavlja tveganje premoženja, ki ga lahko odpravimo z razpršitvijo (diverzifikacijo)

Sistematično tveganje (systematic risk) predstavlja preostalo tveganje, ki je odvisno od splošnih gospodarskih pogojev in ga z razpršitvijo ni mogoče odpraviti

Koeficient beta (β) nam predstavlja sistematično tveganje in je definirana v modelu CAPM kot dodatno tveganje, ki ga delnica doprinese k portfelju. Torej gre za relativni obseg sistematičnega tveganja posameznega vrednostnega papirja, ki ga posamezen tvegani vrednostni papir relativno prispeva k tveganju celotnega premoženja in ga zato z diverzifikacijo ni mogoče odpraviti *(Mramor, 2000, str. 73)*

$$\beta = \frac{Cov(k_J, k_M)}{\delta_M^2} = \frac{r_{JM}\delta_J\delta_M}{\delta_M^2} = r_{JM}(\frac{\delta_J}{\delta_M})$$

V terminologiji CAPM modela nam predstavlja:

$Cov(k_j, k_m)$ = kovarianca donosnosti konkretne naložbe (r_i) in donosnosti tržnega portfelja

δ_M^2 = varianca donosnosti tržnega portfelja (r_m)

δ_J = standardni odklon donosnosti konkretne naložbe (r_i)

δ_M = standardni odklon donosnosti tržnega portfelja (r_m)

r_{JM} = korelacijo med pričakovanim donosom na i-to delnico in pričakovanim donosom trga

Koeficient beta (β) z vrednostjo ena ($\beta = 1$) pove, da je tveganje delnice enako tveganju povprečne delnice na trgu, medtem ko vrednost kazalca večja (manjša) od ena kaže na nadpovprečno (podpovprečno) sistematično tveganje delnice. Tako na primer kazalec v višini $\beta = 0.8$ pove, da se je v obravnavanem obdobju v primeru spremembe borznega indeksa za en odstotek tečaj delnice spremenil za 0,8 odstotka in sicer v isto smer, kot se je spremenil borzni indeks.

Ocene koeficientov beta (β) za vse delniške družbe, ki kotirajo na razvitih trgih po svetu lahko najdemo tudi preko svetovnega spleta (Merill Lynch, Value Line, celo Yahoo).

CAPM model temelji na predpostavkah, ki se zelo razlikujejo od stvarnosti. Problemi povezani s tveganjem so tudi opredelitev tržnega premoženja, prihodnjih možnih in pričakovanih donosnosti tržnega premoženja in netvegane donosnosti.

Predpostavke modela:

- trg kapitala mora biti visoko konkurenčen, udeleženci pa morajo biti visoko usposobljeni in imeti dostop do vseh pomembnih informacij
- na trgu kapitala prevladujejo investitorji, ki so tveganju nenaklonjeni in se obnašajo razumno, tako da vedno skušajo maksimirati donos na svoje naložbe ob danem tveganju
- trg kapitala deluje brez trenja, kar pomeni, da so dovoljene vse vrste transakcij in da ni davkov in transakcijskih stroškov
- porazdelitev možnih donosnosti od naložb je normalna in standardni odklon predstavlja investitorjem mero za tveganje
- vsi investitorji imajo enako mnenje o verjetnostni porazdelitvi možnih prihodnjih donosnosti posameznih naložb

Slabosti modela:

- uporabna opredelitev tržnega premoženja
- opredelitev prihodnjih možnih donosnosti tržnega premoženja in posamezne naložbe
- opredelitev prihodnje pričakovane donosnosti tržnega premoženja (r_m)
- opredelitev netvegane donosnosti

Opozoriti velja, da slovenski trg ne izpolnjuje zahtev CAPM modela in da je zato potrebno koeficient beta (β) interpretirati s precejšno mero rezerve. Koeficient je še posebno nezanesljiv pri nizko likvidnih delnicah. Poleg tega je za investitorje pomemben prihodnji koeficient beta (β) vrednostnega papirja, ki pa se lahko od bete, izračunane na temeljih preteklih podatkov močno razlikuje.

3. VREDNOTENJE DELNIC NA PODLAGI FINANČNIH KAZALCEV

Obstaja kar nekaj razlogov zakaj je uporaba kazalcev pri vrednotenju delnic razširjena. Vrednotenje na podlagi kazalcev je bistveno lažje in z manj izjemami kot vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov ter veliko lažja razumljivost kazalcev in predstavljivost investitorjem, kot vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov. Hkrati pa vrednotenje na podlagi kazalcev (relative valuation) veliko bolj odseva dejansko stanje trga, saj kazalci upoštevajo relativno (relative) in ne ocenjeno vrednost (intristic value) *(Damodaran, 2002, str. 452)*.

Prednosti pri vrednotenju na podlagi kazalcev so tudi slabosti. Prvič, lahkota s katero sestavljamo kazalce, multiplikatorje in skupino primerjanih podjetij, se lahko izkaže v nepravilni oceni glavnih spremenljivk kot so tveganje, rast in denarni tok, ki jih lahko prezremo. Drugič, dejstvo, da multiplikatorji izražajo stanje trga se kaže tudi pri vrednotenju na podlagi kazalcev, saj je vrednost sredstev lahko precenjena, kadar je vrednost podjetij, ki jih primerjamo precenjena ali pa je ocena vrednosti podcenjena, kadar je vrednost podjetij, ki jih primerjamo podcenjena. Tretjič, vrednotenje na podlagi kazalcev je izpostavljeno manipulaciji, saj izkušeni analitik lahko vpliva na izbiro podjetij pri primerjanju vrednosti kazalcev *(Damodaran, 2002, str. 453)*.

Damodaran navaja štiri osnovne korake pri uporabi kazalcev relativnih vrednosti *(Damodaran, 2002, str. 458)*:

1. korak: potrebno je zagotoviti dosledno opredeljenost kazalca in merjenje kazalca na popolnoma enak način pri vseh podjetjih, ki jih primerjamo med seboj
2. korak: potrebno se je zavedati medsektorske porazdelitve vrednosti kazalca za panogo, ki jo analiziramo kot tudi za celoten trg (najvišja, najnižja in povprečna vrednost kazalca v panogi)
3. korak: potrebno je vedeti, kako določiti spremenljivke kazalca in kako njihove spremembe vplivajo na spremembe kazalca
4. korak: potrebno je poiskati primerno podjetje za primerjavo in kontrolo

Pri izračunih kazalcev je potrebno zagotavljati doslednost števca in imenovalca. Če so v števcu podatki, ki se nanašajo na delnico, morajo biti tudi v imenovalcu podatki, ki se nanašajo na delnico. Doslednost kazalcev zagotovimo tudi s tem, da v vseh primerih uporabljamo istovrstne podatke. Če na primer uporabljam pri izračunu kazalca, zadnjo tržno ceno za prvo podjetje, moramo za drugo podjetje prav tako uporabljati zadnjo tržno ceno in ne na primer povprečne cene delnice zadnjega leta ali meseca.

Pri vrednotenju na podlagi kazalcev je dobro poznati tudi neko »tipično vrednost kazalca«, ki nam daje občutek katero podjetje ima zelo visok kazalec in katero zelo nizkega ter nam s tem kaže na možno precenjenost oziroma podcenjenost podjetja. Pri tem pa je potrebno tudi vedeti, da se povprečne vrednosti kazalcev razlikujejo med panogami *(Rader, 2002, str. 11)*.

V diplomskem delu bom predstavil kazalce tržne vrednosti (market value ratios) in kazalce prodaje (revenue multiples). Kazalci tržne vrednosti delimo na multiplikator čistega dobička (kazalec P/E), kazalec EV/EBITDA, medtem ko, kazalce prodaje delimo na kazalec P/S ter kazalec P/CF.

3.1 Multiplikator čistega dobička

Multiplikator čistega dobička (P/E) nam izraža razmerje med tržno ceno delnice in čistim dobičkom na delnico. Kazalec nem pove, koliko-kratnik čistega dobička na delnico je potrebno odšteti za delnico podjetja.

$$KAZALEC\ P/E = \frac{TRŽNA\ CENA\ DELNICE}{ČISTI\ DOBIČEK\ NA\ DELNICO}$$

Kazalca P/E ne moremo uporabljati za podjetje, ki je v preteklem obdobju imelo dobiček nič (0) ali pa je poslovalo z izgubo. V takšnem primeru je multiplikator čistega dobička neuporaben, zato podjetja z dobičkom nič ali negativnimi dobički izpadejo iz skupine primerljivih podjetij, kar povzroča pristranskost.

Kazalec P/E lahko izpeljemo iz dividendno diskontnega modela (dividend discount model) za stabilno rast podjetja. Kazalec P/E je naraščajoča funkcija čistega dobička (*payout ratio*) in stopnje rasti ter padajoča funkcija tveganja podjetja.

$$KAZALEC\ P/E = P_0 / EPS_0 = \frac{Payout\ ratio * (1 + g_n)}{r - g_n}$$

P_0 = tržna cena delnice
EPS_0 = dobiček na delnico
g_n = stopnja rasti
r = zahtevana stopnja donosa
payout ratio = kazlec izplačanega dobička delničarjem

Spremembe osnovnih gradnikov kazalca P/E – zahtevana stopnja donosa, stopnje tveganja, ki odseva zahtevano stopnjo donosa, pričakovane stopnje rasti in čisti dobiček različno vplivajo na velikost kazalca P/E *(Damodaran, 2002, str. 477)*:

- Višja donosnost se kaže v višji pričakovani donosnosti in s tem nižji vrednosti kazalca P/E.
- Večja pripravljenost investitorjev k tveganju se kaže v nižji zahtevani stopnji donosa in s tem v višji vrednosti kazalca P/E.
- Zvišanje pričakovane stopnje rasti dobička se kaže v povišanju vrednosti kazalca P/E.

Povečanje dobičkonosnosti lastniškega kapitala se odraža v povišanem kazalcu izplačanega dobička delničarjem (*payout ratio)* pri katerikoli stopnji rasti (*g=(1- payout ratio)*ROE*) in večji vrednosti kazalca P/E.

Multiplikatorji čistega dobička se med seboj razlikujejo in dosegajo različne vrednosti po panogah. Na primer, kazalci čistega dobička tehnoloških podjetij dosegajo bistveno višje vrednosti, saj se v prihodnosti pričakuje tako visoka rast dobičkov kot tudi podjetja samega. Hkrati pa v sedanjosti dosegajo majhne dobičike, ker kazalec P/E zaradi majhne vrednosti v imenovalcu, bistveno poveča, še posebno ob dejstvu, da visoka cena delnic (števec) odraža sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov v prihodnosti. Slednje so še posebej prisotne v tehnoloških podjetjih in je tako pri izračunu dobičkov na delnico potrebno od skupnega števila delnic odšteti število lastnih delnic podjetja, ki ponavadi služijo za nagrajevanje v delniških opcijah. Razlike se lahko pojavijo zaradi različnih izdatkov za raziskave in razvoj (R&D – research and development). Stroški za raziskave in razvoj povečujejo dobiček podjetja, zato vidimo, da podjetja, ki investirajo v raziskave in razvoj, dosegajo višje dobičke in posledično višjo vrednost kazalca P/E. Na drugi strani nekatera podjetja ne rastejo z velikimi investicijami v R&R, ampak raje prevzemajo manjša podjetja in na tak način povečujejo dobiček, kar posledično zmanjšuje vrednost kazalca P/E *(Damodaran, 2001, str. 276)*.

3.2 Kazalec EV/EBITDA

Razlogi za uporabo kazalca EV/EBITDA[4] so naslednji *(Damodaran, 2002, str. 501)*:

- Veliko manj je podjetij, ki imajo negativen dobiček iz poslovanja (EBITDA), kot pa podjetij, ki imajo negativen čisti dobiček. Zato pri analizi primerljivih podjetij izločimo manj podjetij, kot bi jih sicer, če bi analizirali samo tista s pozitivnim čistim dobičkom.
- Različne metode amortiziranja – linearna metoda, naraščajoča metoda ter druge metode, znižujejo dobiček iz poslovanja, saj nam amortizacija predstavlja odhodek. Če dobiček iz poslovanja povečamo za amortizacijo, se pravi, da izničimo vpliv amortizacije na dobiček dobimo v imenovalcu podatek, ki je manj podvržen računovodskim manipulacijam kot dobiček.
- Kazalec se veliko lažje primerja med podjetji, kot pa kazalce dobičkonosnosti, ki imajo različno razmerje med dolžniškim in lastniškim kapitalom podjetja. Še posebej je primeren za podjetja, ki potrebujejo velike naložbe v infrastrukturo,

[4] *EV je okrajšava za Enterprise Value in pomeni tržno vrednost podjetja povečano za neto dolg podjetja. EBITDA je okrajšava za Earnings Before Iterest Tax Amortization and Depreciation in pomeni dobiček iz poslovanja povečan za amortizacijo*

katerih učinek je viden šele v prihodnosti (npr. kabelski operaterji, mobilna telefonija).

Kazalec EV/EVBITDA izračunamo po naslednji formuli:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{TRŽNA\ KAPITALIZACIJA + TRŽNA\ VREDNOST\ DOLGA - LIKIVDNA\ FINANČNA\ SREDSTVA}{DOBIČEK\ IZ\ POSLOVANJA + AMORTIZACIJA}$$

pri čemer se tržna kapitalizacija in tržna vrednost dolga računata po formuli:

*TRŽNA KAPITALIZACIJA = ŠTEVILO DELNIC * CENA DELNICE*

TRŽNA VREDNOST DOLGA = DOLGOROČNE OBVEZNOSTI
+ KRATKOROČNE OBVEZNOSTI IZ FININCIRANJA

LIKVIDNA FINANČNA SREDSTVA = KRATKOROČNE FINANČNE NALOŽBE + DENAR

V formuli za izračun kazalca EV/EBITDA v števcu odštejemo kratkoročne finančne naložbe in denar. Ti dve postavki prinašata denar in predstavljata likvidna sredstva.

Stanje denarja in gotovine pri bankah se dnevno spreminja in se potrebuje za pokrivanje tekočega poslovanja. Kratkoročne finančne nalože pa predstavljajo naložbe, ki jih je potrebno poravnati v obdobju, ki je krajši od enega leta in s tem dolgoročno ne vpliva na vrednost podjetja. V izkazu uspeha so kratkoročne finančne naložbe in denar opredeljeni pod prihodki od financiranja, ki pa v dobičku iz poslovanja niso upoštevani. Upoštevamo jih šele v dobičku iz rednega poslovanja, s tem dejanjem pa smo zagotovili potrebno doslednost med števcem in imenovalcem ter se tako izognili precenjeni vrednosti kazalca *(Damodaran, 2002,str. 501).*

Kazalec EV/EBITDA je zaradi svojih prednosti nepogrešljiv v vseh analitskih poročilih in služi kot alternativa kazalcu P/E. Oba imata funkcijo signaliziranja, saj dajeta namig glede podcenjenosti oz. precenjenosti podjetja v odnosu do primerljivih podjetij v panogi *(Rader, 2002, str. 18).*

3.3 Multiplikator čistih prihodkov od prodaje

Analitiki so kazalcu čistega dobička razvili soroden kazalec, ki uporablja namesto dobička v imenovalcu prihodke iz prodaje. Prihodki iz prodaje so namreč ena izmed postavk, ki se ne glede na uporabljene računovodske standarde med seboj ne razlikujejo. V SRS in MRS je ponavadi višina prodaje popolnoma enaka in je kot takšna ena izmed redkih postavk v izkazu uspeha, kjer se vrednosti običajno ujemajo *(Lavrenčič, 2000, str. 23).*

Pomanjkljivosti kazalcev tržne vrednosti in dobičkonosnosti, odpravljajo multiplikatorji prihodkov (revenue multiples). Kar nekaj razlogov je za njihovo uporabo *(Damodaran, 2002, str. 543)*:

- V nasprotju s kazalci tržne vrednosti in dobičkonosnosti, ki so lahko tudi negativni in brezpredmetni, se kazalci prihodkov uporabljajo celo za najbolj nestabilna in

mlada podjetja. Z uporabo kazalcev, ki imajo v imenovalcu prodajo iz analize ne izločimo praktično nobenega podjetja.

- Dobički podjetij in knjigovodske vrednosti so odvisne od uporabljenih računovodskih metod. V nasprotju s kazalci tržne vrednosti in dobičkonosnosti, ki so pod vplivom amortizacije (dobiček!), zalog, stroškov za raziskave in razvoj (R&D), nabave (acquisition accounting) ter izrednih odhodkov, je prihodek iz prodaje relativno težko manipulirati.
- Kazalci prihodkov niso tako spremenljivi kot kazalci dobičkonosnosti, zato so tudi manj odvisni od nihanja v letih.

Vseh pomanjkljivosti kazalci prihodkov iz prodaje ne odpravijo, njihova največja pomanjkljivost je, da so usmerjeni le na prihodke podjetja, kar lahko zavede ocenjevalca, da ne upošteva vseh denarnih tokov podjetja, saj podjetje lahko ustvarja svojo rast s povečanjem zadolževanja, česar pa kazalec ne bo pokazal. Slabost kazalca je tudi, da nam ne oriše gibanja stroškov podjetja ter razmerja med čistim dobičkom in prihodki podjetja (profit margin).

Kazalce prihodkov iz prodaje delimo na kazalec P/S in kazalec EV/S.

Najbolj priljubljeni kazalec računan na podlagi prihodkov od prodaje je kazalec P/S[5] oziroma multiplikator prodaje ter nam kaže razmerje med vrednostjo delnice v primerjavi s prihodki. Kazalec P/S uporablja v števcu tržno vrednost podjetja, v imenovalcu pa prihodke oziroma čisti prihodek iz prodaje. Če števec in imenovalec delimo s številom delnic, dobimo v števcu tržno ceno delnice, v imenovalcu pa prihodke na delnico. Kazalec nem pove, koliko-kratnik prodaje na delnico je potrebno odšteti za delnico podjetja.

$$KAZALEC\ P/S = \frac{TRŽNA\ KAPITALIZACIJA}{PRIHODKI}$$

oziroma

$$KAZALEC\ P/S = \frac{TRŽNA\ CENA\ DELNICE}{PRIHODKI\ NA\ DELNICO}$$

Kazalec EV/S[6] pa uporabi v števcu namesto tržne cene delnice celotno vrednost podjetja (enterprise value - EV) ter kaže razmerje med vrednostjo podjetja v primerjavi s prihodki (EV/SALES).

$$KAZALEC\ EV/S = \frac{TRŽNA\ KAPITALIZACIJA + TRŽNA\ VREDNOST\ DOLGA - LIKVIDNA\ FINANČNA\ SREDSTVA}{PRIHODKI}$$

Kazalec EV/SALES je še posebej primeren za podjetja, ki imajo visoko stopnjo finančnega vzvoda. Iz kazalca EV/SALES je razvidno tudi, da tako lastniški kot tudi

[5] *P/S pomeni PRICE to SALES oz. tržna cena delnice v primerjavi s prihodki od prodaje na delnico*
[6] *EV/SALES pomeni ENTERPRISE VALUE to SALES oz. celotna vrednost podjetja v primerjavi s prihodki od prodaje*

dolžniški kapital prispevata k ustvarjanju prihodka podjetja. Tudi kazalec EV/SALES lahko izpeljemo iz dividendno diskontnega modela.

3.4 Kazalec P/CF

Za določene panoge gospodarstva je cena delnice veliko bolj vezana na denarni tok kot na čisti dobiček. Zatorej investitorji pogosto posegajo po kazalcu P/CF[7] oz multiplikatorju denarnega toka.

$$KAZALEC\ P/CF = \frac{TRŽNA\ CENA\ DELNICE}{DENARNI\ TOK\ NA\ DELNICO}$$

$$DENARNI\ TOK\ NA\ DELNICO = \frac{ČISTI\ DOBICEK + AMORTIZACIJA}{ŠTEVILO\ NAVADNIH\ DELNIC}$$

Kazalec P/CF izračunamo tako, da delimo tržno ceno delnice z ustvarjenim denarnim tokom na delnico. Kazalnik kaže, kolikšen denarni tok je podjetje v določenem obdobju ustvarilo na eno delnico.

Kazalec P/CF ima podobne omejitve in pasti kot kazalec P/E. Kazalec P/CF lahko primerjamo samo za podobna podjetja v isti panogi in s podobno sestavo stalnih sredstev, saj je njihova amortizacija glavna sestavina denarnega toka iz poslovanja.

4. PRIMER VREDNOTENJA DELNICE PETROL

V tem poglavju prikazujem uporabo metod vrednotenja delnic na primeru delnice Petrola. Pred predstavitvijo metod vrednotenja bom predstavil panogo in trende, ki vplivajo na družbo Petrol, nato pa tudi družbo Petrol.

4.1 Trendi na trgu nafte

Svetovna zaloga surove nafte je ocenjena na 1 bilijardo litrov. OPECove (organizacija držav izvoznic nafte) zaloge surove nafte so ocenjene na okoli 77% svetovne zaloge nafte, zato postaja trg vse bolj odvisen od njihovih zalog in tudi vse bolj vplivajo na določanje svetovne cene nafte. Članice OPEC načrpajo okoli 27 do 28 milijonov sodov[8] na dan, kar predstavlja okoli 40% svetovne proizvodnje, ki znaša 78,5 milijonov sodov dnevno.

V tabeli je prikazano dnevno povpraševanje po nafti v svetu. V Sloveniji je bilo v letu 2002 prodanih okoli 2,8 milijona naftnih derivatov.

[7] *P/CF pomeni PRICE to CASH FLOW oz. tržna cena delnice v primerjavi z denarnim tokom*
[8] *sod je merilo za 159 litrov surove nafte*

Tabela 1: Povpraševanje po nafti v svetu (v milijonih sodov dnevno)

	Povpraše-vanje 2002	Letna spre-memba 2002	Letna spre-memba 2003	Letna spre-memba 2004	Letna spre-memba (v %) 2002	Letna spre-memba (v %) 2003	Letna spre-memba (v %) 2004
Severna Amerika	24,55	0,16	0,39	0,26	0,70	1,60	1,10
Evropa	16,02	-0,18	0,19	0,18	-1,10	1,20	1,10
OECD Pacifik	8,66	-0,04	0,16	-0,12	-0,50	1,90	-1,40
Druga Azija	7,79	0,11	0,11	0,24	1,40	1,50	3,10
Skupaj Azija	21,91	0,34	0,79	0,45	1,60	3,70	2,10
Nekdanja SZ	3,55	-0,20	0,09	0,03	-5,50	2,70	0,80
Bližnji Vzhod	5,51	0,13	0,08	0,19	2,60	1,70	3,70
Latinska Amerika	4,65	-0,11	-0,13	0,06	-2,30	-2,70	1,40
Svet	**78,42**	**0,15**	**1,45**	**1,22**	**0,20**	**1,90**	**1,60**

Vir: International Energy Agency – IEA, 2002.

Po napovedi IEA (International Energy Agency) naj bi svetovna poraba surove nafte od leta 1994 do 2010 narasla za 40%. Poraba naj bi v industrializiranih državah OECD[9] naraščala za 0,8% letno in za 3,8% v ostalem svetu, kamor sodijo Kitajska, Afrika, Vzhodna Azija, Latinska Amerika, Južna Azija in Srednji Vzhod. Cena za sodček surove nafte v modelu, ki jo napoveduje IEA naj bi se postopoma dvigala od 17 USD v letu 1995 na 28 USD na sodček v letu 2005 in ostala enaka do konca preučevanega obdobja, vendar lahko opazimo, da je že zdaj cena prerasla mejo 28 USD za sodček.

Zavedati se je treba, da z gospodarsko rastjo Kitajske in Indije ter njunih BDP per capita raste tudi povpraševanje po surovi nafti, vendar bo to povpraševanje zadovoljila območje doline Tarim na Kitajskem (dolina, ki je16 krat večja od površine Slovenije), ki naj bi imelo toliko rezerv, kot znašajo rezerve Saudske Arabije. Po podatkih BP za leto 2002 so bile rezerve Saudske Arabije ocenjene na 36 tisoč milijonov ton kar nam prestavlja 25 odstotkov celotnih svetovnih rezerv.

Pri potrošnji nafte v današnjem svetu je potrebno upoštevati tudi spreminjajoče se podnebje, saj tople zime pomenijo manjšo porabo olja za ogrevanje ter trende v avtomobilizmu. Avtomobiliska industrija je vezana na stopnjo gospodarske rasti posamezne države in cene goriva. Pri tem je potrebno upoštevati tudi razvijajoča se gospodarstva, kot so Kitajska, Indija, Azija, kjer delež prodaje avtomobilov iz leta v leto narašča. V tabeli 2 je prikazano število avtomobilov in stopnja rasti BDP po izbranih državah. V državah kjer je povprečje avtomobilov na tisoč prebivalcev majhno se skriva potencialni trg in s tem tudi goriva.

[9] *OECD pomeni Organisation of Economic Cooperation and Development*

Tabela 2: Prikaz števila avtomobilov na 1000 prebivalcev in stopnja rast BDP v letu 2002

Država	Št. avtomobilov/ 1000 prebivalcev	Stopnja rasti BDP v letu 2002
Avstrija	496	1,00%
Bosna in Hercegovina	143	4,20%
Češka	346	2,00%
Madžarska	258	3,30%
Slovaška	246	4,40%
Slovenija	440	3,20%
Hrvaška	440	5,20%
Poljska	267	1,30%
Jugoslavija	148	4,00%
Romunija	153	4,90%

Vir: Mol and INA: Partnership for the future, 2003.

Potrebno je tudi upoštevati težnje Evropske unije k uporabi čistih goriv, ki ne bodo vsebovala žvepla. Direktive bodo začele veljati leta 2005, splošna uporaba pa v letu 2009.

Na svetovno ceno surove nafte vplivajo politične razmere kot tudi politika članic organizacije OPEC. V zadnjem času smo bili priča zniževanju kvot črpanja s strani OPECa ter dveh vojn na področju članic organizacije OPEC. Prva je bila vojna med Irakom in Kuvajtom ter nedavna med Irakom in Združenimi državami Amerike ter pridruženimi članicami.

Podjetje Petrol, d.d. je le uvoznica naftnih derivatov in nima lastnih črpališč, kar pomeni, da je toliko bolj odvisna od cene nafte na svetovnem trgu in makroekonomske politike države ne drugi strani.

4.1.1. Dogodki, ki so vplivali na ceno surove nafte

Napetost na Srednjem Vzhodu in upori v Venezueli so vplivali na psihologijo naftnega trga. Cene surove nafte so dosegle vojne pribitke v višini med 4 – 5 USD na sod nafte. Negotovost glede sporazuma o načrpanih kvotah in zaostajanje povpraševanja za rastjo črpanja so tudi prispevali k volatilnosti cene surove nafte. OPEC–ova sposobnost nadzora trga surove nafte je bila izzvana tudi s povečanjem črpanja kvot in povečanjem črpanja surove nafte s stani ne OPEC-ovih članic, zlasti Rusije.
Šibkost Ameriškega dolarja je znižala maže pri rafineriji naftnih proizvodov glede na euro ter ublažila rast cene naftnih derivatov v državah Evropske unije *(Fortum, Letno poročilo 2002, str. 13).*

4.2 Predstavitev podjetja Petrol, d.d.

Podjetje Petrol, d.d. je vodilna slovenska naftno – trgovska družba. Osnovna dejavnost podjetja je trgovina z naftnimi derivati, poleg nje pa se ukvarja tudi z trgovinsko dejavnostjo preko razvejane mreže bencinskih servisov.

Tabela 3: Vizitka podjetja Petrol, d.d.

Vizitka podjetja Petrol d.d.	
Panoga:	nafta in plini
Oznaka vrednostnega papirja:	PETG
Število delnic (31.12.2002):	2.086.301
Segment trgovanja:	borzna kotacija A
Predsednik uprave:	Janez Lotrič
Predsednik nadzornega sveta:	dr. Miran Mejak
Število zaposlenih (31.12.2002):	1199 (Petrol d.d.) 2569 (skupina)
Delež izvoza v prodaji (2002):	3,6% (5,9% brez trošarin)
Največji lastnik (31.12.2002):	SOD

Vir: Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev, 2003.

Petrol d.d. širi svojo osnovno naftno – trgovsko dejavnost dejavnost tudi na druga področja. Uvajanje novih energetskih dejavnosti predstavlja Petrolovo drugo strateško usmeritev in osrednje razvojno področje, ki vključuje trženje plinske, toplotne in električne energije, dolgoročno pa tudi širjenje na področje obnovljivih virov energije.

V letu 2002 je podjetje Petrol ustvarilo 277 milijard tolarjev čistih prihodkov od prodaje. V letu 2002 je prodaja naftnih derivatov in drugih energentov predstavljala 88,42 odstotka, prodaja nenaftnih proizvodov 9,74 odstotka, ostalih 1,86 odstotka prodaja po ostalih področnih odsekih. V tabeli je prikazan tudi čisti prihodek od prodaje po področnih odsekih.

Tabela 4: Prikaz področnih odsekov podjetja Petrol, d.d.

PODROČNI ODSEKI PODJETJA PETROL, d.d.				
Za leto, končano na dan 31. 12. 2002				
V 000 SIT	Goriva in drugi naftni derivati ter energenti	Nenaftni proizvodi	Ostali področni odseki	Skupaj
Čisti prihodki od prodaje	245.282.485	28.478.623	3.633.074	277.394.183

Vir: Poslovno poročilo 2002.

V letu 2002 je družba prodala 1,85 milijonov ton naftnih proizvodov, od tega je bilo 1,67 milijona ton naftnih proizvodov prodanih doma. Največji delež v strukturi prodaje naftnih proizvodov s 32,9 odstotki predstavlja motorni bencin, diselsko gorivo 26,9 odstotkov, kurilno olje 26,9 odstotkov in 13,3 odstotka ostali naftni proizvodi.

Največji delež v strukturi prodaje naftnih proizvodov s 32,9 odstotki ima motorni bencin, diselsko gorivo 26,9 odstotkov, kurilno olje 26,9 odstotkov in 13,3 odstotka predstavljajo ostali naftni proizvodi.

Petrol d.d. je leta 2002 razpolagal s 312 bencinskimi servisi, od tega jih je 283 v Sloveniji, 17 v Bosni in Hercegovini ter 12 na Hrvaškem. Večinoma oziroma 79 odstotkov maloprodajne mreža posluje po franšiznem sistemu. V letu 2002 je bilo prodanih 1,85 milijona ton naftnih proizvodov, od tega 90 odstotkov v Sloveniji, ostalo pa na trgih jugovzhodne Evrope.

V letu 2002 je podjetje prodalo za skoraj 28,5 milijard tolarjev nenaftnih proizvodov oziroma trgovskega blaga, kar je za 20 odstotkov več kot v letu 2001. Trgovsko blago se v večini proda v bencinskih servisih. Največji delež v strukturi prodaje trgovskega blaga predstavlja s kar 59 odstotki celotne prodaje galanterija in cigarete, 25 odstotni delež prehrambeno blago, 12 odstotni delež avtomaterial in čistila ter 4 odstotni delež predstavlja prodaja ostalega blaga.

V istem letu je podjetje prodalo tudi za 3,6 milijarde tolarjev storitev, kjer največji del predstavlja kartični promet s plačilno kartico Magna (21 odstotkov višji kot v letu 2001) ter promet v avtopralnicah (29 odstotkov višji kot v letu 2001).

Strateški program poslovanja družbe predvideva stabilno in stalno rast prodaje, intenzivno tržno usmerjenost ter krepitev konkurenčnosti na tujih trgih. Cilj družbe je zagotoviti nadaljnjo in stabilno rast, kar pa ji zagotavlja narava osrednje poslovne dejavnosti. Družba ustvarja dolgoročne stabilne prihodke in zanesljiv denarni tok, kar se odraža tudi v njeni likvidnosti.

Rast prodaje je v letu 2002 nominalno znašala 2 odstotka, vendar ima podjetje v prihodnosti veliko možnosti za povečanje rasti prodaje tako v Sloveniji z izgradnjo novih bencinskih servisov na še ne izgrajenem avtocestnem kraku ter prodajo alternativnih energentov, kot tudi na območju jugozahodne Evrope. Poleg že uveljavljenih tržišč v Bosni in Hercegovini ter Hrvaški je v letu 2003 Petrol d.d. vstopila tudi na trg Srbije, kjer bodo poleg posodabljanja odpirali tudi nove bencinske servise.

Obdobje izgradnje avtocestnega križa v Sloveniji je tudi priložnost za Petrol ob izgradnji novih bencinskih črpališč. Edini resni tekmec na področju izgradnje novih bencinskih črpališč v Sloveniji je OMV Istrabenz. Tržni delež družbe s 283 bencinskimi servisi v Sloveniji znaša približno 70 odstotkov.

Cene motornih bencinov v Sloveniji so regulirane, zato je pomembna vpetost družbe v državo. V januarju 2002 je država povečala bruto maržo pri prodaji motornih bencinov iz 13 na 13,4 tolarja na liter. Z junijem pa je začela veljati nova uredba o oblikovanju cen naftnih derivatov, s katero so poleg motornih goriv, regulirane tudi cene dizelskega goriva in ekstra lahkega kurilnega olja.

V svetovnem merilu spada Petrol med manjša podjetja, saj 94 odstotkov čistih prihodkov od prodaje realizira na trgu z dvema milijonoma prebivalcev. Pri tem je pomembno vedeti, da spada družba med uvoznice naftnih derivatov, saj nima lastnih črpališč.

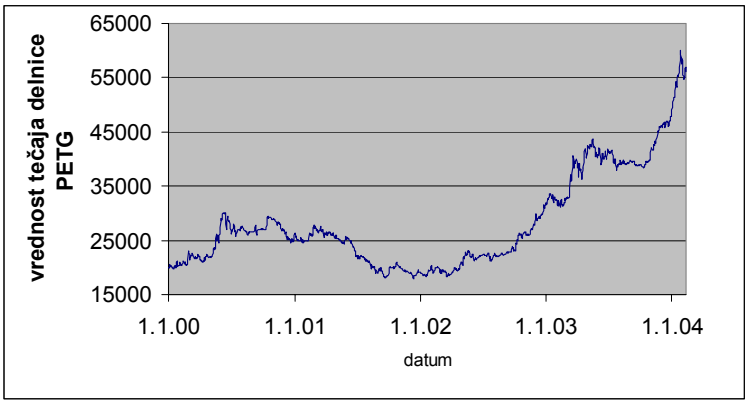
4.2.1. Trgovanje z delnicami PETG

Na Ljubljansko borzo vrednostnih papirjev je v borzno kotacijo uvrščenih 2.086.301 rednih imenskih delnic Petrola z oznako PETG, s katerimi se na borzi trguje od maja leta 1997, ko se je enotni tečaj delnice oblikoval pri 17.178,89 tolarjev. Do konca leta 1997 je enotni tečaj delnice narasel za 16,4 odstotka. Leta 1998 je enotni tečaj delnice narasel za 39,10 odstotka, prihodnje leto (1999) se je znižal za 7 odstotkov,

leta 2000 se je znižal za 22 odstotkov. Nato je leta 2001 enotni tečaj delnice spet narasel za 19,27 odstotka, leta 2002 pa je narasel za 77,34 odstotka glede na enotni tečaj predhodnega leta.

Na sliki je prikazano gibanje tečaja delnice Petrola na Ljubljanski od 1.1.2000 do 1.1.2004. Iz slike ja razvidno, da se je cena delnice Petrola po letih močno spreminjala, njeno rast pa beležimo od leta 2002 dalje.

Slika 1: Gibanje tečaja delnice Petrol na Ljubljanski borzi od 1.1.2000 do 1.1.2004



Vir: Lastni izračuni na podlagi tržne cene delnice Petrola objavljene na Ljubljanski borzi, 2003.

Leto 2002 je bilo zaznamovano z velikim porastom delniških tečajev na celotnem slovenskem kapitalskem trgu. Ta vpliv je bilo opaziti tudi pri delnicah Petrola, katerih enotni tečaj se je v letu 2002 povečal za 77,34 odstotka. K temu so pripomogli objavljeni poslovni rezultati za leto 2001 ter prevzem podjetja Lek na farmacevtskem področju.
Ob pisanju diplomske naloge v letu 2003 se je tečaj delnice v mesecu decemru povzpel do 60.019,62 tolarjev (4.12.2003). Tečaj se je povzpel nad 50.000 tolarjev v mesecu novembru 2003. Hkrati z višanjem tečaja delnice Petrola se je višal tudi tečaj drugega naftnega konkurenta v Sloveniji, in sicer OMV Istrabenz. Ob pisanju tega odstavka (11.12.2003), je znašal enotni tečaj delnice Petrola 58.524 tolarjev.
Podatki o prometu delnice Petrola za obdobje od leta 1998 do 2003 so prikazani v tabeli 5.

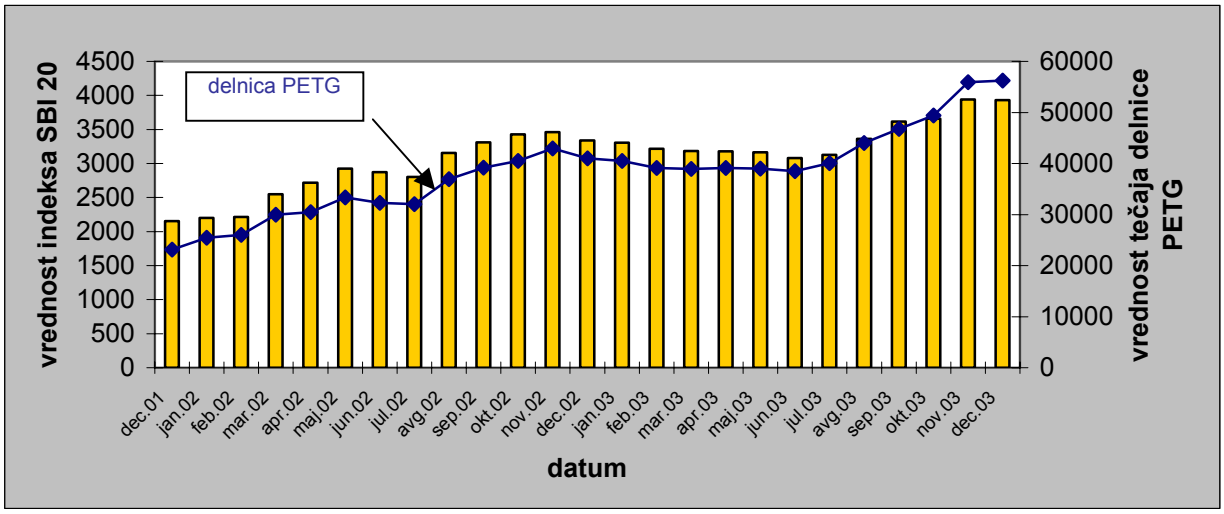
Tabela 5: Podatki o prometu delnice Petrol, d.d. do 31.12.2003

Podatki o prometu in enotnem tečaju delnice Petrol, d.d. do 31.12.2003						
Promet in enotni tečaji	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Najvišji tečaj	60.020	43.762	23.850	25.676	29.386	30.067
Najnižji tečaj	38.708	23.124	18.275	17.966	24.484	19.757
Povprečni tečaj v tekočem letu	43.496	33.347	21.208	20.426	26.429	24.032
Tečaj na zadnji dan trgovanja v tekočem letu	56.207	41.009	23.147	19.367	24.807	27.722
Rast / padec enot.teč. od 1.1. do 31.12. v tek. Letu	40,60%	77,17%	19,27%	-20,39%	-6,91%	39,10%

Vir: Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev, 2003

Delnica Petrola je ena od treh delnic, ki v indeksu SBI predstavljajo maksimalni, 10 odstotni delež. Indeks SBI 20 sestavljajo delnice petnajstih najpomembnejših slovenskih podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi.

Slika 2: Gibanje tečaja delnice Petrola in indeksa SBI 20 zadnji dan v mesecu od 31.12.2001 do 31.12.2003



Vir: Lastni izračuni na podlagi tržne cene delnice Petrola objavljene na Ljubljanski borzi, 2003.

4.2.2. Pomembnejši kazalci poslovanja podjetja Petrol, d.d.

V tabeli predstavljam le nekatere izmed najpomembnejših podatkov in kazalcev poslovanja podjetja Petrol, d.d., ki so pri vrednotenju najpogosteje uporabljeni. Zaradi morebitne preobsežnosti diplomske naloge ne navajam razlage in izračunov posameznih kazalcev[10], podatki se nanašajo na konsolidirane rezultate Petrola in so v celoti predstavljeni v prilogi.

Iz tabele je razvidno, da se prodaja konstantno povečuje, v letu 2002 se je povečala za približno 2 odstotka. Podjetje je v zadnjem letu močno povečala investicijske izdatke, saj so v letu 2002 investirali v stalna sredstva 20,7 milijarde tolarjev. Naložbam v naftno – trgovinsko dejavnost je skupina namenila 16,42 milijarde tolarjev, večinoma za gradnjo in posodabljanje bencinskih servisov in skladišč v Sloveniji ter širjenju maloprodajne mreže zunaj Slovenije. Hkrati pa je v letu 2002 podjetje namenilo 4 milijarde tolarjev za razvoj novih poslovnih dejavnosti na področju plinske in električne energije ter ekoloških in energetskih projektov, okoli 200 milijonov tolarjev pa so namenili za posodobitev gostinskih objektov.

[10] *Opredelitev kazalcev opredeljena v knjigi Brigham et al 2002 str. 215*

Tabela 6: Izbrani finančni podatki o poslovanju podjetja Petrol, d.d. in nekateri kazalci

(vsi podatki v tisoč SIT, razen če ni drugače navedeno)

Pomembnejši podatki o delnici	**31.12.1999**	**31.12.2000**	**31.12.2001**	**31.12.2002**
Čisti prihodki iz prodaje	168.028.181	264.514.696	272.567.636	277.394.183
Rast prihodkov	43,46%	57,42%	3,04%	1,77%
Čisti dobiček iz poslovanja	964.603	624.392	4.237.066	5.313.196
Rast dobička iz poslovanja	-61,81%	-35,26%	679%	2,53%
Dividenda na delnico	600	400	500	600
Enotni tečaj delnice (v SIT)	24.807	19.367	23.147	41.009
Tržna kapitalizacija (v SIT)	51.755.119	40.405.892	48.291.442	85.557.139
Razmerja s tečajem delnice				
Tečaj / Čisti dobiček na delnico	23,24	20,8	11,67	16,04
Tečaj / Dobiček iz poslovanja na delnico	-	27,92	12	25,26
Tečaj / Dobiček iz poslovana + amortizacija na delnico	12,2	6,46	5,22	9,41
Tečaj / Knjigovodska vrednost delnice	1,01	0,71	0,75	1,26
Donosnost, gospodarnost, dohodkovnost				
Čisti dobiček na delnico (v SIT)	106,74	930,95	1983,1	2556,85
Dobiček iz poslovanja na delnico (v SIT)	-149,48	693,67	1811,45	1623,52
Dobiček iz poslovanja + amortizacija (EBITDA) na delnico (v SIT)	2033,42	2999,21	4314,35	4357,71
Čisti dobiček / Tržna vrednost rednega lastniškega kapitala	0,40%	3,60%	9,33%	7,97%
Čisti dobiček / Celotna sredstva	0,20%	1,70%	3,34%	4,05%
Dobiček iz poslovanja / Čisti prihodek iz prodaje	-0,21%	0,58	1,42%	1,27%
Čisti dobiček / Celotni prihodki	0,15%	0,74%	1,51%	1,93%

Vir: Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev, 2003.

Rast čistega dobička iz poslovanja je v zadnjem letu znašala 2,52 odstotka in se ujema s strategijo podjetja o širjenju maloprodajne mreže in vstopu na tuje trge.

Dobičkonosnost lastniškega kapitala se je v letu 2002 zmanjšala na 7,97 odstotka iz 9,33 odstotka v letu 2001. Hkrati pa se je dobičkonosnost sredstev povečala v letu 2002 na 4,05 odstotka iz 3,34 odstotka v letu 2001.

4.3 Vrednotenje delnice Petrol

Vrednost delnice Petrol, d.d. je pridobljena na podlagi kombinacije treh metod. Metode izračuna notranje vrednosti delnice na podlagi kazalcev, metode izračuna notranje vrednosti delnice na podlagi dividend in metode izračuna notranje vrednosti na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov pri čemer imata oceni, pridobljeni na podlagi metode različnih kazalcev in izračun na podlagi dividend utež 25 odstotkov, ocena na podlagi diskontiranih neto denarnih tokov pa utež 50 odstotkov.

Pri metodi izračuna notranje vrednosti delnice na podlagi kazalcev sem se odločil za utež 25 odstotkov, ker na področju Evrope ni primerljivega naftno – trgovskega podjetja Petrolu. Večino podjetij ima lastna črpališča in rafinerije, zaradi tega je podjetje Petrol težko primerjati z ostalimi.

Pri metodi izračuna notranje vrednosti delnice na podlagi dividend sem kot utež prav tako vzel 25 odstotkov zato, ker podjetje ne izplača celotnega dobička v obliki dividend.

Pri metodi izračuna notranje vrednosti na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov sem kot utež določil 50 odstotkov, saj je z denarnimi tokovi težje manipulirati kot pa z izkazovanjem višine dobička.

Pri napovedovanju prihodnjega poslovanja podjetja Petrol, d.d. moram opozoriti, da vsi prikazani podatki izvirajo iz javno objavljenih revidiranih konsolidiranih izkazov družbe, razen podatkov za leto 2003, ki so predstavljeni kot ocena za leto 2003, saj je bila diplomska naloga pisana konec leta 2003, torej preden so bili poznani podatki o poslovanju v letu 2003. Vsi prihodnji podatki pa so predstavljeni kot napoved prihodnjega poslovanja.

4.3.1. Napoved prodaje

Prodaja naftnih derivatov v letu 2002 predstavlja kar 88,4 odstotka čistih prihodkov od prodaje in je tako osrednja dejavnost družbe.

Pri napovedi prodaje je treba upoštevati preteklo strukturo prodaje naftnih proizvodov, trgovskega blaga in storitev, ki jih nudi družba Petrol. Glavni pomen pri napovedi prodaje predstavlja kupna moč in stopnja rasti bruto domačega proizvoda (BDP). Bruto domači proizvod na prebivalca v Sloveniji raste počasi, njegova rast je bila 2002 ista kot leto prej in znaša 2,9 odstotka. Raven slovenskega bruto domačega proizvoda na prebivalca naj bi dosegla povprečno raven na prebivalca v EU – 15 čez 31 let, ob povprečni 3,2 odstotka letni rasti bruto domačega proizvoda na prebivalca (Repovž, 2004).
Rast bruto domačega proizvoda je povezana tudi s potrošnjo. Z rastjo dohodka bodo postale tudi razdalje med kraji manjše, saj se bodo ljudje več vozili (cena goriva bo za prebivalca nižja), hkrati napovedujem tudi, da bodo kupci vse več trgovskega blaga nakupovali na bencinskih servisih.

V letu 2003 smo v Sloveniji uspešno izvedli referendum o skrajšanju odpiralnega časa trgovin, kar pomeni, da trgovine ob nedeljah ne bodo odprte– vsaj ne vse nedelje v letu. To je predvsem v korist bencinskim servisom, ki poleg goriva prodajajo tudi trgovsko blago vse dni v tednu (tudi ob nedeljah) ter vse dni v letu in nekatere med njimi tudi 24 ur na dan. Predvidevam, da se bo prodaja trgovskega blaga v letu 2003 povečala za 30 odstotkov, predvsem se bo povečala prodaja prehrambenega blaga (za 36 odstotkov glede na leto 2002) ter galanterije in cigaret (za 22 odstotkov glede na leto 2002). Svoja predvidevanja podpiram na podlagi gibanja prodaje iz preteklih let. Napoved prodaje je absolutno izražena v prilogi G.

Tabela 7: Prikaz strukture prodaje trgovskega blaga za obdobje od 2000 do 2004 (v %)

Stuktura prodaje trgovskega blaga (v %)					
Leto	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Galanetija in cigareti	55	57	59	56,6	54,7
Prehrambeno blago	24	26	25	26,3	29,7
Avtomatrial in čistila	14	13	12	12,7	11,7
Oostalo	7	4	4	4,4	3,9

Vir: Poslovno poročilo 2002 in lastni izračuni, 2003.

Iz tabele je razvidno, da se delež galanterije in cigaret v strukturi prodaje iz leta v leto spreminja, vendar se v absolutnem znesku povečuje, kar je razvidno iz priloge G. Razlog je v tem, da se vseh vrst cigaret ne dobi v gostinskih lokalih, hkrati pa je opazen porast pripomočkov mobilne telefonije. Poleg absolutnega porasta prodaje galanterije in cigaret je v porastu tudi prodaja prehrambenega blaga, saj lahko v prodajalnah Hip Hop najdemo tako osnovna živila kot tudi druga živila.

Prodaja trgovskega blaga na bencinskih servisih je v porastu, ker lahko voznik vozila poleg goriva kupi tudi ostalo trgovsko blago. To dokazuje tudi naraščanje tovrstnih prihodkov na liter prodanega goriva, ki je v letu 2002 znašal 22,60 tolarja na liter prodanega goriva, kar je za skoraj 17 odstotkov več kot leto preje (19,35 tolarja na liter prodanega goriva).

Pri napovedi prodaje naftnih derivatov, je treba upoštevati, da je bilo v letu 2002 po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije na novo registriranih 58.693 motornih vozil, pri tem niso upoštevana motorna kolesa in kolesa z motorjem.

Po informacijah v splošnih medijih je v porastu predvsem registracija novih osebnih vozil na diselski pogon. Ki se je povečala za skoraj 25 odstotkov glede na leto 2001. Prav tako je potrebno upoštevati tudi dejstvo starajočega se prebivalstva, ki je vse bolj vitalno, kar pomeni, da bodo sposobni voziti dlje časa. Ponovno moram opozoriti, da se z rastjo plač povečuje tudi število osebnih avtomobilov.

Tabela 8: Prikaz strukture prodaje naftnih proizvodov za obdobje od 2000 do 2004 (v %)

Struktura prodaje naftnih proizvodov (v%)					
leto	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Motorni bencini	39	33,6	32,9	31,6	30,6
Diselsko gorivo	25	22,9	26,9	28,6	29,7
Kurilno olje	31	29,7	26,9	26,7	26,3
Ostalo	5	13,8	13,3	13,1	13,4

Vir: Poslovno poročilo 2002 in lastni izračuni, 2003.

Iz tabele je razviden strukturni prikaz prodaje naftnih derivatov, le-ta se spreminja iz obdobja v obdobje. Razlog v spremembi strukturnega deleža v porabi naftnih derivatov so odvisni od vremenskih razmer preteklega leta (zima) in trenda avtomobilske industrije, ki proizvaja nove avtomobile z nižjo porabo.

Napoved prodaje je absolutno izražena v prilogi H, iz katere se tudi vidi porast v porabi diselskega goriva, saj vozila na dieselski pogon porabijo manj goriva, hkrati pa je diselsko gorivo ceneje od neosvinčenega bencina. Cena novega avtomobila

srednjega razreda na dieselski pogon je v povprečju višja od nabavne cene avtomobila srednjega razreda na neosvinčen bencin za okoli 5 odstotkov nabavne cene[11]. Predvidevam, da bo poraba neosvinčenega oziroma motornega bencina zmanjševala, nato pa nihala okoli svoje vrednosti, saj bo vedno določen odstotek voznikov, ki bodo vozili vozila na motorni bencin. Iz zgoraj navedenih dejstev predvidevam, da se bo prodaja naftnih derivatov v letu 2003 povečala za 3 odstotke glede na leto 2002. Glavni porast v prodaji naftnih derivatov je viden pri diselskem gorivu, čigar potrošnja bo absolutno narasla za 10 odstotkov in padec v prodaji motornega bencina za 1 odstotek glede na leto 2002. Porast v prodaji je zaznan tudi pri prodaji kurilnega olja za 2,2 odstotka, ki je sicer vezana na spremembo podnebja.

Pri napovedi prodaje storitev, ki je predstavljena v prilogi I, se bodo najbolj povišali prihodki kartičnega prometa in prihodki najemnin, ki težijo k uskladitvi z evropskimi. Predvidevam, da se bodo prihodki od najemnin povečali za dobrih 25 odstotkov, med tem ko se bo povečal prihodek od kartičnega prometa z plačilno kartico Magna za 18 odstotkov glede na leto 2002. Plačilna kartica Magna ponuja uporabniku veliko prednosti, glavna prednost kartice je plačilo goriva, cestnine, trgovskega blaga in avtopralnice. Hkrati pa ponuja vsem uporabnikom možnost nakupa določenih artiklov trgovskega blaga po nižji ceni. Porast prihodkov storitev je opazen tudi v avtopralnicah, njihov promet je odvisen od vremena – sončni dnevi, zima (sol). Hkrati pa je uporabniku lokacija avtopralnice priročna, saj se le-ta nahaja ob bencinskih servisih. Predvidevam, da se bodo prihodki avtopralnice v letu 2003 povečali za 13 odstotkov glede na preteklo leto.

V celoti predvidevam, da se bodo prihodki od prodaje storitev povečali za 18 odstotkov glede na leto 2002. V tabeli je predstavljena struktura storitev po letih, iz katere je razviden porast kartičnega prometa in storitev avtopralnice.

Tabela 9: Prikaz strukture prodaje storitev za obdobje od 2000 do 2004 (v %)

Stuktura prodaje storitev (v %)					
leto	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Najemnine	5	7	5,1	5,8	6,5
Provizije	7	8	5,2	4,4	4,2
Magna	6	11	13,1	13,9	16
Prevozi	21	43	38,7	38,5	36,9
Avtopralnice	6	8	9,9	10,1	10,6
Ostalo	28	23	28	27,3	25,8
Turizem	27	-	-	-	-

Vir: Poslovno poročilo 2002 in lastni izračuni, 2003.

Predvidevam tudi, da se bodo prihodki od prodaje v letu 2003 v celoti povečali za 7 odstotkov. Na podlagi zgoraj opisanih dejstev napovedujem, da se bodo prihodki od prodaje v letu 2004 povečevali za 8 odstotkov letno do konca opazovanega obdobja. Prodaja naftnih derivatov v letu 2002 predstavlja kar 88,4 odstotka čistih prihodkov od prodaje ter predstavlja osrednjo dejavnost družbe.

[11] *Nabavno ceno avtomobilov srednjega razreda sem primerjal pri Škoda Octavia, Ford Focus, Peugeot 307, Renault Megane.*

4.3.2. Izračun zahtevane stopnje donosa

Izračun zahtevane stopnje donosa je predstavljen s pomočjo modela CPAM, ki je bil predstavljen v poglavju 2.3. Za izračun zahtevane stopnje donosa moramo najprej opredeliti gradnike modela CAPM, ki so: stopnja donosa za netvegano naložbo, premija za tveganje in mera sistematičnega tveganja oziroma koeficient β.

Zahtevana stopnja donosa je opredeljena z netvegano stopnjo donosa in dodane premije za tveganje, ki ga ta naložba prinese v premoženje. Zahtevano stopnjo donosa izračunamo po naslednji formuli:

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

Stopnjo donosa za netvegano naložbo (v formuli opredeljena kot r_f) predstavlja tisti donos, ki je očiščen kakršnega koli tveganja, ponavadi so to državni vrednostni papirji, za čigar izplačilo jamči država. Za njihovo izplačilo država jamči z vsem svojim imetjem, v primeru, da država ne more izplačati obveznic pa pride do ponovne emisije denarja. Kot mero donosnosti za netvegano naložbo bi lahko vzel katerokoli državno obveznico po svetu, zmanjšano za inflacijo v tej državi, saj lahko vlagatelj naloži svoj denar v katerekoli obveznice po svetu.

Mero donosnosti za netvegano naložbo opredeljujem kot donos dvanajstmesečne zakladne menice Republike Slovenije. Za njihovo izplačilo jamči Republika Slovenija, stopnja donosa je določena kot obrestna mera na avkciji. Hkrati pa nam dvanajstmesečne zakladne menice Republike Slovenije predstavljajo naložbo za katero investitor ve, kakšen je zagotovljen pričakovan donos za čas držanja menice.

Za stopnjo donosa netvegane naložbe sem vzel povprečen donos dvanajstmesečnih zakladnih menic Republike Slovenije izdanih v letu 2003 in ta zanaša 6,50 odstotka. V tabeli je predstavljen donos ter povprečen donos dvanajstmesečnih zakladnih menic Republike Slovenije izdanih v letu 2003, ki sem ga opredelil kot mero donosnosti za netvegano naložbo. Donos je izražen kot obrestna mera.

Tabela 10: Donos dvanajstmesečnih zakladnih menic Republike Slovenije izdanih v letu 2003

Oznaka menice	Datum izdaje	Datum dospelosti	Obr.mera na avkciji (%)
DZM17	30.1.2003	29.1.2004	8,27
DZM18	27.3.2003	25.3.2004	7,33
DZM19	29.5.2003	27.5.2004	6,49
DZM20	24.7.2003	29.7.2004	5,95
DZM21	25.9.2003	30.9.2004	5,85
DZM 22	27.11.2003	25.11.2004	5,1
Povprečen donos oz. stopnja donosa netvegane naložbe			**6,5**

Vir: Finančni podatki, 2003.

Za stopnjo donosa za netvegano naložbo bi lahko vzel tudi 91 dnevne državne obveznice v ZDA, zmanjšane za inflacijo v tej državi in povečane za stopnjo inflacije v Sloveniji. Za njihovo izplačilo jamči država, hkrati pa zadostuje načelu transparentnosti, saj je njihov donos znan.

Tržna premija za tveganje ali cena za tveganje (v formuli opredeljena kot ($r_m - r_f$)) predstavlja dodaten donos, ki ga zahteva povprečen investitor, da svoja sredstva investira v določeno naložbo. V primeru je tržna premija za tveganje opredeljena kot dodaten donos nad donosom dvanajstmesečnih zakladnih menic Republike Slovenije.

Pri izračunu tržne premija za tveganje največjo oviro predstavlja opredelitev pričakovane stopnje donosa tržnega premoženja (v formuli opredeljena kot r_m). Tržno premoženje nam predstavljajo vse možne naložbe na kapitalskem trgu. Je najbolje opredeljeno z borznimi indeksi, ki odražajo dejansko stanje na kapitalskem trgu.

Sprva sem stopnjo donosa tržnega premoženja opredelil s spremembo indeksa SBI 20[12] (Slovenski borzni indeks), saj le ta odraža petnajst največjih podjetij, ki kotirajo na Ljubljanski borzi, hkrati pa odseva dogajanje na slovenskem kapitalskem trgu, vendar se je izkazal neprimerno. Za izračun donosa tržnega premoženja opredeljenega s povprečnim donosom indeksa SBI 20 sem vzel obdobje od začetka izračunavanja indeksa SBI 20, to je 1.1.1994 do 31.12.2003 in izračunal, da je donos tržnega premoženja opredeljenega z indeksom SBI 20 znašala 15,6 odstotka. Če bi uporabil stopnjo donosa opredeljeno z indeksom SBI 20, bi kasneje pri izračunu notranje vrednosti delnice na podlagi dividend izračunal, da se notranja vrednost delnice bistveno razlikuje od tržne vrednosti. Na podlagi izračuna bi ocena notranje vrednosti delnice na podlagi dividend znašala 26.704 tolarjev in je od tržne cene nižja za približno 54 odstotkov, ki je na dan 11.12.2003 znašala 58.524 tolarjev. SBI 20 sicer odseva dogajanje na slovenskem kapitalskem trgu, vendar je njegovo časovno obdobje prekratko, da bi dobili realno sliko in že en sam prevzem je vplival nanj (prevzem podjetja LEK s strani Novartisa).

Ker si pri opredelitvi tržne premije za tveganje nisem mogel pomagati z indeksom SBI 20, sem tržno premijo za tveganje povzel po Damodaran (2003).

Damodaran (2003) opredeli pričakovano stopnjo donosa tržnega premoženja v povezavi z bonitetno oceno držav (country ratings). Izračuni temeljijo na bonitetnih ocenah držav (country ratings), ki jih je opredelila organizacija Mody's in sicer za koliko bazičnih točk se razlikujejo obrestne mere državnih obveznic med opazovano državo in državo z najboljšo boniteto Aaa, pri čemer ima Slovenija boniteto Aa3, le ta znaša 5,58 odstotka. Po posebni metodologiji izračunamo pričakovano stopnjo donosa tržnega premoženja tako, da boniteto pomnožimo z ocenjenimi faktorjem za izbrano državo, gre torej za prilagoditev glede na tveganje posamezne države. Izračun potrdi, da znaša pričakovana stopnja donosa tržnega premoženja 10,96 odstotka.
Na podlagi formule, ki predstavlja tržno premijo za tveganje kot razliko med pričakovano stopnjo donosa tržnega premoženja in stopnjo donosa za netvegano naložbo izračunamo, da znaša tržna premija za tveganje 4,46 odstotka.

Koeficient beta za delnico Petrola nam pokaže koliko tveganja delnica Petrola prispeva k tveganju celotnega premoženja. Tudi pri lastnem izračunu koeficienta beta, opredeljenega kot razmerja med tveganjem posamezne delnice Petrola in tveganjem premoženja opredeljenega z indeksom SBI 20, se indeks SBI 20 ni

[12] *Indeks SBI 20 je naslednik indeksa SBI, ki ga je Ljubljanska borza izračunavala od 1.1.1994, objavljati pa ga je pričela 1.7.2000. Od 1.4.2003 je v SBI 20 vključenih 15 delnic.*

izkazal za primerno osnovo. Pri lastnem izračunu koeficienta beta sem uporabil obdobje petih let, to je od 30.10.1998 do 30.10.2003 in opredelil koeficient beta kot količnik med kovarianco tržne cene delnice Petrola in vrednosti indeksa SBI 20 ter varianco tržne cene delnice Petrola. Izračunana vrednost koeficienta beta je znšala 0,10, kar pomeni, da je tveganje delnice Petrola veliko manjše od tveganja tržnega premoženja. Predvidevam, da je smiselnost izračuna vprašlijva, saj je cena delnice Petrola v opazovenem obdobju močno nihala, kar kaže na določeno stopnjo tveganja.

Zaradi omenjenih dejstev sem koeficient beta vzel iz Letnega imenika in analiz vrednostnih papirjev Ljubljanske borze za družbo Petrol, d.d. za leto 2003. Koeficient beta za delnico Petrola zanaša 1,03, kar pomeni, da je delnica Petrola bolj tvegana od povprečnega premoženja na trgu.

Na podlagi določitve vseh gradnikov modela CAPM, lahko izračunam oceno zahtevane stopnje donosa, ki je predstavljena v spodnji enačbi.

$$r_i = r_f + (r_m - r_f) * \beta = 6{,}50\% + (10{,}96\% - 6{,}50\%) * 1{,}06 = 11{,}23\%$$

Na osnovi modela CAPM in zgoraj opisanih podatkov sem izračunal, da zanaša ocena zahtevane stopnje donosa 11,23 odstotka. Ta ocena že vsebuje stopnjo inflacije.
Zaradi vstopa Slovenije v Evropsko unijo in želje po skupni valuti, se v Sloveniji že dlje časa odraža trend po zniževanju inflacije, hkrati s tem pa se bo zniževala tudi zahtevana stopnja donosa.

Predpostavljam, da bo zaradi zadovoljevanja Maastrichskih kriterijev zadnje leto napovedi (2009) pričakovana stopnja inflacije znašala 2,0 odstotka in pri tem celotna zahtevana stopnja donosa dobrih 13 odstotkov (13,23 odstotkov).

4.3.3. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi kazalcev

Pri vrednotenju si pomagamo tudi s primerjavo konkurenčnih podjetij (benchmarking), pri tem je treba ustrezno opredeliti konkurenčna podjetja. V družbi Petrol osnovno dejavnost predstavlja trgovina z naftnimi derivati, ob tem pa ne smemo pozabiti na trgovinsko dejavnost bencinskih servisov. Podjetje je v letu 2002 razširilo svojo osnovno dejavnost na področje distribucije plina ter pridobivanja, distribucije in prodaje električne energije.

Največjo oviro, ki jo predstavlja primerjava z ostalimi podjetji, ki se ukvarjajo z naftnimi derivati je, da ni primerljivega podjetja, saj se vsa podjetja poleg distribucije ukvarjajo še s pridobivanjem (lastna črpališča) in predelavo surove nafte (lastne rafinerije). Naftna družba Petrol se ukvarja le z distribucijo naftnih drivatov in nima lastnih črpališč.
Na področju Evrope ni zaslediti naftnega podjetja, ki bi se ukvarjalo le z distribucijo nafte, zato sem za primerljiva podjetja vzel madžarski Mol in slovaško Slovnaft, ki izhajata iz enakih gospodarskih razmer - obe državi bosta maja 2004 vstopili v Evropsko unijo. Poleg gospodarskih razmer, ki sta za opazovani podjetji podobni sem se za primerjavo podjetij na podlagi kazalcev odločil, ker so maloprodajne cene naftnih derivatov nižje od povprečne cene v Evropski uniji s tem pa so po velikosti

podobne slovenskim cenam. Pri tem pa morata tako opazovani podjetji, kot tudi Petrol prilagajati standarde poslovanja, predvsem ekološke standarde zahtevam Evropske unije v katero se bodo vključili maja letos.Tudi cene naftnih derivatov v omenjenih državah in Sloveniji naj bi se postopoma izenačevale z evropskimi zaradi uvedbe enotne evropske valute.

Višina povprečne evropske marže je za eno polovico višja od slovenske (13,40 SIT), najvišja pa je italijanska marža, kjer Pertolova marža predstavlja le eno tretjino italijanske.

Zaradi zgoraj opisanih dejavnikov sem se odločil uporabiti podjetji za primerjavo, čeprav sta podjetji po količini prodanih naftnih derivatih in obsega bencinskih servisov mnogo večji od Petrola.

Madžarski Mol je tudi edino preučevano podjetje, ki je prisotno na slovenskem trgu. V letu 2003 so odprli tri bencinske servise, enega v Celju, drugega v Kočevju in tretjega v Litiji. V sporočilu za javnost (5. november 2003) so zapisali, da nameravajo povečati svoj tržni delež na območju Slovenije do leta 2007 na 10 odstotkov oziroma odpreti novih 40 bencinskih servisov.

Kot tretje primerjano podjetje sem vzel finski Fortum, zaradi tega, ker se podjetje že nahaja v območju Evropske unije in izpolnjuje standarde poslovanja Evropske unije.
Vsa tri izbrana podjetja imajo lastna črpališča in rafinerije, tudi obseg prodaje je bistveno večji kot pri Petrolu. Na območju Evropske unije je težko najti primerljivo podjetje s Petrolom, večino podjetij je bistveno večjih kot na primer Eni, ki prodaja pod blagovno znamko Agip, British Petroleum, ki prodaja pod blagovno znamko BP, Royal / Dutch Shell Group, ki prodaja pod blagovno znamko Shell, OMV (oziroma Österreichische Mineralölverwaltung Aktiengesellschaft), Exxon Mobil Corporation pod blagovno znamko Esso in Mobil ali pa so pridružena k naštetim podjetjem na primer Aral k BP. Prav zaradi tega sem izbral finski Fortum, saj ni pridružen k navedenim podjetjem, hkrati pa bistveno manjši.

V tabeli so prikazani podatki za omenjena podjetja za leto 2002 in primerjana s podatki podjetja Petrol za isto obddobje.

Tabela 11: Izbrani podatki za preučevana podjetja za leto 2002 ter cena goriva in profitna marža na dan 11.12.2003

Podjetje	**Obseg prodaje naftnih derivatov vključno z izvozom (milijonov ton)**	**Cena neosvinčenega 95 oktanskega bencina (SIT/liter)***	**Cena diselskega goriva (SIT/liter)***	**Število bencinskih servisov**	**Tržni delež v matični državi (v %)**
Mol	6,6 (38% izvoz)	204,85	189,16	431 (377 na Madžarskem)	43,60
Slovnaft	4,95 (79% izvoz)	197,45	185,39	364 (318 na Slovaškem)	42,80
Fortum	12,5 (36% izvoz)	252,97	186,77	578 (432 na Finskem)	75,00
Petrol	1,85 (9,7% izvoz)	186,60	164,90	312 (284 v Sloveniji)	70,00

**Preračunano v SIT po srednjem tečaju Banke Slovenije na dan 11.12.2003*
Vir: Letna poročila omenjenih podjetij 2002, lastni izračuni ter informacije podane s strani omenjenih podjeti, 2003.

Iz tabele vidimo, da je cena naftnih derivatov najnižja v Sloveniji pri Petrolu in najvišja na Finskem pri Fortumu. Lahko tudi povzamem, da so cene goriva v Evropski uniji višje pri tem je potrebno upoštevati visoke ekološke standarde, saj višji strošek predstavlja tudi dražja delovna sila. Prav tako je iz tabele tudi razvidno, da so vsa omenjena podjetja v letu 2002 prodala več naftnih derivatov kot podjetje Petrol, kar odseva tudi njihovo večje število bencinskih servisov. Največjo prodajo naftnih derivatov ter največji tržni delež pri omenjenih podjetjih ima finski Fortum.
Iz primerjave omenjenih podjetij opazimo, da podjetja Petrol ne moremo primerjati na podlagi obsega prodanih naftnih derivatov ali števila bencinskih servisov ali drugih primerljivih podatkov. Iz primerjave podjetij lahko povzamem, da je podjetje Petrol bistveno manjše podjetje od primerjanih podjetij.

Edina skupna povezava med njimi je temeljna dejavnost, to je naftno trgovinska dejavnost. Pri tem se moramo zavedati, da imajo vsa ta podjetja lastna črpališča in rafinerije nafte. Zaradi omenjenih dejstev sem pri izračunu končne notranje vrednosti delnice uporabil utež, ki predstavlja le 25 odstotkov končne vrednosti.

V tabeli so prikazane vrednosti posameznih izračunanih kazalcev za omenjena podjetja Ob vsakem kazalcu pa je tudi izračunana vrednost delnice Petrola, ki bi jo to podjetje imelo, če bi bila vrednost opazovanih kazalcev enaka vrednostim izbranim primerljivim podjetjem.

Tabela 12: Izračun tržnih kazalcev za Petrolova izbrana primerljiva podjetja ter vrednost Petrolove delnice pri enakih vrednostih izračunanih kazalcev na dan 11.12.2003

PODJETJE	SLOVNAFT	MOL	FORTUM	POVPREČJE
EV/EBITDA	5,19	9,46	13,22	9,29
Petrol pri tem (SIT)	**3.938,00**	**14.962,00**	**24.668,80**	**14.523,00**
EV/Sales	0,39	0,55	1,15	0,69
Petrol pri tem (SIT)	**42.394,00**	**63.668,00**	**143.443,60**	**82.282,00**
P/E	6,65	7,77	7,5	7,31
Petrol pri tem (SIT)	**17.004,00**	**19.878,00**	**19.177,50**	**18.691,70**
P/Sales	0,31	0,44	0,46	0,4
Petrol pri tem (SIT)	**85.992,00**	**58.502,00**	**61.161,50**	**53.183,90**
POVPREČJE (SIT)	**37.332,00**	**39.252,50**	**62.112,85**	**42.170,20**

Vir: Letna poročila omenjenih podjetij 2002 in lastni izračuni, 2003.

Iz tabele vidimo, da je notranja vrednost delnice Petrola na podlagi primerjave kazalcev s primerljivimi podjetji ocenjena na 42.170,20 tolarjev. V primerjavi z vrednostjo delnice Petrola na borzi, ki je na dan 11.12.2003 kotirala pri 58.524,00 tolarjih, lahko povzamem, da je bila tržna vrednost delnice večja za 38,8 odstotka od ocenjene notranje vrednosti.

4.3.4. Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi dividend

Od preoblikovanja podjetja Petrol v delniško družbo leta 1996 je podjetje vsako leto izplačalo dividende. Velikost izplačanih dividend se od preoblikovanja podjetja do danes spreminjala, vendar je bilo izplačilo dividend kontinuirano.

Zadnje štiri leta je velikost izplačane dividende na delnico naraščala sorazmerno in sicer po 100 tolarjev na leto, prav tako je naraščala tudi povprečna cena delnice. Napoved bruto dividende 700 tolarjev na delnico za leto 2002 ob objavi nerevidiranega poslovnega poročila družbe za obdobje od januarja do junija 2003 (24. julij 2003) je prispevalo k dvigu tečaja delnice na borzi.

V tabeli 13 je predstavljena višina izplačanih dividend in povprečni tečaj delnice Petrola.

Tabela 13: Prikaz višine izplačanih dividend na delnico in povprečnega tečaja delnice Petrola od 2000 do 2003

Leto	Dividenda na delnico (v SIT)	Enotni tečaj delnice Petrol na dan 31.12. (v SIT)
2000	400	19.367,00
2001	500	23.147,00
2002	600	41.009,00
2003	700	56.208,00

Vir: Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev, 2003.

Iz tabele je razvidna kontinuirana rast in izplačilo dividend delnice Petrola in rast cene delnice za preučevano obdobje.

Izračun notranje vrednosti delnice na podlagi dividend izpeljemo iz modela konstantne stopnje rasti dividend, ki je bil predstavljen v poglavju 2.2. Pri tem je potrebno upoštevati, da Petrol, d.d. v skladu s svojo dividendno politiko naraščajočih dividend ne izplačuje svojim lastnikom celotnega dobička v obliki dividend, saj je del dobička potreben tudi za investicije v prihodnjo rast.

V letu 2002 je podjetje Petrol, d.d. izplačalo 600 tolarjev dividende na delnico, kar predstavlja približno 24 odstotkov čistega dobička iz poslovanja ter ustvarilo 2557 tolarjev čistega dobička na delnico. Pri izračunu notranje vrednosti delnice na podlagi dividend moramo opredeliti tudi stopnjo rasti, ki jo izračunamo po naslednji formuli:

$$\textit{Pričakovana stopnja rasti}=(1-\textit{payout ratio})*ROE=(1-0{,}24)*0{,}0797=0{,}06 \text{ oz. } 6{,}0\%$$

kjer je:

$payout\ ratio$ = stopnja izplačila čistega dobička delničarjem
ROE = dobičkonosnost navadnega lastniškega kapitala

Pričakovana stopnja rasti v letu 2002 je znašala 6 odstotkov in predpostavljam, da bo ostala ne enaki ravni tudi v prihodnje. Oceno gradim na predpostavki, da ima podjetje stalen krog odjemalcev, ki se z vstopom na jugovzhodne trge in z dograditvijo cestnega križa v Sloveniji gotovo poveča, hkrati pa je gospodarstvo odvisno od proizvodov iz naftnih derivatov.

Za izračun notranje vrednosti delnice uporabimo že prej izračunano vrednost zahtevane stopnje donosa, ki znaša 11,23 odstotka. Na podlagi navedenih podatkov lahko izračunamo notranjo vrednost delnice, ki znaša:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{D}{(1+k)^t} = \frac{2.557 SIT * (1+0.06)}{0{,}1123 - 0{,}06} = 51.824\, SIT$$

Dobljeni rezultat pokaže, da notranja vrednost delnice podjetja Petrol, d.d. znaša 51.824 SIT in se bistveno razlikuje od vrednosti delnice Petrola na borzi na dan 11.12.2003. Notranja vrednost delnice je manjša od tržne vrednosti za 11,5 odstotkov, saj je bila ta dan tržna vrednost delnice Petrola 58.524 tolarjev.

4.3.5. Izračun notranje vrednosti na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov

Denarni tokovi v podjetju nam predstavljajo dejanske pritoke denarja v podjetje ali odtoke denarja iz podjetja v določenem obdobju. Denarni tok je opredeljen kot dobiček povečan za amortizacijo ter zmanjšan za investicije.

Naložbam v stalna sredstva je družba Petrol do leta 2002 letno namenila od 6 do 10 milijard letno, v letu 2002 pa je v stalna sredstva investirala 20,7 milijarde tolarjev.
Največji delež investicij v stalna sredstva (79 odstotkov) je namenjen v osrednjo dejavnost, to je naftno – trgovsko dejavnost, za gradnjo in posodabljanje bencinskih servisov in skladišč v Sloveniji in širjenju maloprodajne mreža zunaj Slovenije, preostali del investicij (21 odstotkov) je namenjen v razvoj novih poslovnih dejavnosti, na področju plinske in električne energije ter v večje ekološke in energetske projekte.
Tolikšne investicije v stalna sredstva so opravičena, saj je Slovenija v graditvi avtocestnega križa, ki predstavlja priložnost za odprtje novih bencinskih servisov. V letu 2002 je družba odprla v Slovenji 11 novih oziroma popolnoma prenovljenih bencinskih servisov, zunaj Slovenije pa še dodatnih 15 bencinskih servisov (7 na Hrvaškem, 8 v Bosni in Hercegovini) ter vstopila na trg Srbije.

Seveda so investicije vitalnega pomena za nadaljnjo rast podjetja, vendar predpostavljam, da dolgoročno podjetje ne bo zmoglo kar naprej investirati v stalna sredstva zneske, ki bodo presegali investicije iz leta 2002. Kljub temu, da ima podjetje boniteto a1, se lahko zadolžuje, vendar na dolgi rok ne bi zdržalo tako velikega finančnega bremena.

Predpostavljam, da se bo v prihodnosti znesek investicij v stalna sredstva gibal v mejah med 10 in 14 milijard letno ter se večal z obsegom prihodkov od prodaje. Visok znesek investicij opravičujem s stalnim pritokom denarja od prodaje naftnih derivatov in širjenjem obsega prodaje ter pritokom denarja od prodaje drugih energentov.

Predpostavljam, da se bo znesek sredstev namenjenih za investicije letno povečal za dva odstotka in da bodo investicije v letu 2003 znašale 11,5 milijarde tolarjev. Znesek investicij v letu 2003 opravičujem s posodobitvijo in izgraditvijo novih bencinskih servisov, dodatnimi vlaganji na področju električne in plinske energije. Načrti predstavljeni v letnem poročilu 2002 za prihodnje leto opredeljujejo razširitev maloprodajne mreže na 342 bencinskih servisov, in sicer 294 v Slovenji, 30 v Bosni in Hercegovini in 18 na Hrvaškem. Pri tem je potrebno upoštevati tudi širitev podjetja na srbski trg. Iz omenjenih podatkov predvidevam, da je vsaj dve odstotna rast investicij v stalna sredstva potrebna za širitev na omenjene trge.

Drugi pomembni gradnik pri izračunu denarnih tokov je amortizacija. Amortiziranje osnovnih sredstev je razporejanje vrednosti amortizljivega sredstva med stroške v ocenjeni dobi njegove koristnosti *(Turk et al. 2001, str. 69).*

Ker amortizacija predstavlja strošek osnovnih sredstev je potrebno pri izračunu opredeliti sredstva, ki jih amortiziramo z njihovo omejeno dobo koristnosti ter amortizacijsko stopnjo. Zaradi kompleksnosti osnovnih sredstev v lasti družbe Petrol, d.d. in različnih amortizacijskih stopenj, sem za višino amortizacijske stopnje vzel odstotek enak stopnji rasti prodaje, saj so investicije odvisne tudi od povečanja prihodkov od prodaje, za amortizacijsko osnovo pa sem vzel opredmetena osnovna sredstva povečana za investicije tekočega leta. Za ta način obračuna amortizacije sem se odločil, ker iz javno dostopnih podatkov in letnih poročil ni razvidno koliko ter katera so posamezna osnovna sredstva (npr. število črpalnih agregatov, vagonskih cistern, nadzemnih in podzemnih rezervoarjev) vključena v letno poročilo ter njim pripadajoča amortizacijska stopnja. Hkrati pa za prihodnost ne moremo z gotovostjo napovedati koliko bo posameznih osnovnih sredstev in s tem določiti njihovo amortizacijsko osnovo in amortizacijsko stopnjo.

Glavni gradnik pri izračunu denarnega toka pa gotovo predstavlja čisti dobiček. Od čistega dobička je odvisno tako investiranje v osnovna sredstva kot tudi amortizacija osnovnih sredstev. Čisti dobiček družbe sestoji iz poslovnega izida iz prodaje in poslovnega izida iz financiranja. Čisti dobiček družbe je leta 2002 znašal 5,3 milijarde tolarjev, dobrih 88 odstotkov predstavlja prodaja goriv, naftnih derivatov in drugih energentov. Predpostavljam, da bo tudi v prihodnosti (v opazovanem obdobju) glavnino čistega dobička predstavljala osnovna dejavnost, ki bo tudi vir za financiranje projektov, ki se ne nanašajo na osnovno dejavnost (elektična energija). Predpostavljam tudi, da se bo s širjenjem maloprodajne mreže, tako doma kot tudi v tujini, ter vstopom na področja drugih energentov povečal prihodek od prodaje in s tem tudi čisti dobiček. Napoved prodaje je podrobneje predstavljena v poglavju 4.3.1..

V tabeli 14 so predstavljeni vsi gradniki denarnega toka, to so čisti dobiček, investicije in amortizacija.

Tabela 14: Projekcija čistega dobička, investicij, amortizacije in denarnega toka za opazovano obdobje, to je od leta 2003 do leta 2010

Leto	Čisti dobiček	Investicije	Amortizacija	Denarni tok
2003	6.527.909,00	11.500.000,00	6.543.665,00	1.571.573,00
2004	7.307.930,00	11.730.000,00	7.504.020,00	3.081.950,00
2005	8.633.678,00	11.964.600,00	8.536.499,00	4.650.934,00
2006	8.079.035,00	12.203.892,00	9.663.711,00	6.093.497,00
2007	8.633.678,00	12.447.970,00	10.917.184,00	7.640.957,00
2008	9.171.742,00	12.696.929,00	12.340.931,00	9.313.376,00
2009	9.669.374,00	12.950.868,00	13.996.439,00	11.061.499,00
2010	10.015.928,00	13.209.885,00	15.969.656,00	11.922.862,00

Vir: Lastni izračuni, 2003.

Iz tabele je razvidno, da se skupaj s čistim dobičkom večajo tudi investicije in preko njih amortizacija. Zadnji stolpec v tabeli predstavlja denarni tok, ki je opredeljen kot vsota čistega dobička in amortizacije zmanjšan za investicije v tekočem letu.

Pri izračunu denarnih tokov za posamezna obdobja je potrebno upoštevati tudi diskontno stopnjo. Diskontna stopnja nam predstavlja stopnjo s katero izračunamo sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov, ponavadi je enaka zahtevani stopnji donosa. Zahtevano stopnjo sem izračunal s pomočjo modela CAPM in znaša 11,23 odstotka.

Posamezne postavke iz izkaza uspeha in bilance stanja podjetja Petrol, d.d. so predstavljene v prilogi A in prilogi B .
Napoved neto denarnih tokov temelji na izkazih podjetja Petrol. V tabeli je predstavljena projekcija denarnih tokov lastnikom Petrola in izračun notranje vrednosti na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov

V tabeli je predstavljena projekcija prostih denarnih tokov namnjenih lastnikom podjetja. Prosti denarni tok je opredeljen kot denarni tok, ki je namenjen vsem, ki so prispevali kapital, tako dolžniškega kot tudi lastniškega kapitala.

Tabela 15: Projekcija prostih denarnih tokov namenjenih lastnikom Petrola

Leto	**Prosti denarni tok lastnikom podjetja** (v 000 SIT)	**Diskontni faktor**	**Diskontirana vrednost prostega denarnega toka lastnikom** (v 000 SIT)	**Diskontirana vrednost prostega denarnega toka lastnikom na delnico (v SIT)**
2003	1.571.573,00	0,9	1.414.416,00	678
2004	3.081.950,00	0,81	2.496.379,00	1.196,00
2005	4.650.934,00	0,73	3.395.182,00	1.627,00
2006	6.093.497,00	0,65	3.960.773,00	1.989,00
2007	7.640.957,00	0,59	4.508.164,00	2.161,00
2008	9.313.376,00	0,53	4.936.089,00	2.366,00
2009	11.061.499,00	0,47	5.198.905,00	2.492,00
2010	11.922.862,00	0,43	5.556.831,00	2.663,00
Skupaj				**15.172,00**
2010*				36.040,00
SKUPAJ				**51.212,00**

* končna vrednost
Vir: Lastni izračuni, 2003.

Iz tabele vidimo, da je izračun vrednosti prostega denarnega toka namenjenega lastnikom, v eksplicitnem obdobju zanaša 15.172 tolarjev. Končni izračun vrednosti diskontiranega prostega denarnega toka po eksplicitnem obdobju znaša 36.040 tolarjev. Predpostavljam, da bo realna rast po letu 2010 na ravni 2,2 odstotka letno. Letna realna rast vsekakor ni pretirana, saj je potrebno upoštevati, da naša družba postaja vse bogatejša – rast BDP per capita in s tem tudi število avtomobilov, drugi dejavnik je vse starejša, a mobilna populacija ter vstop podjetja na druga področja energentov – električna energija, biomasa in storitve. Na podlagi 2,2 odstotne rasti po eksplicitnem obdobju, zanaša končna ocena vrednosti podjetja 51.212 tolarjev. Izračunana notranja vrednost podjetja oziroma vrednost delnice se nanaša na začetek leta 2003, zato je potrebno vrednost še preračunati na sedanje obdobje, se pravi 11.12.2003. Iz izračuna je razvidno, da končna ocena notranje vrednosti delnice Petrola znaša 56.631 tolarjev, v primerjavi s tržno vrednostjo delnice, ki je na dan 11.12.2003 znašala 58.524 tolarjev, pridem do ugotovitve, da je notranja

vrednost delnice izračunana na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov manjša od tržne vrednosti za 3,2 odstotka.

Pri izračunu končne notranje vrednosti si pomagam z analizo možnih izidov, pri kateri določim najslabši in najboljši možen način razvoja dogodkov pri končnem izračunu notranje vrednosti. Vsaki izmed opisanih metod sem določil ponder ter nato izračunal končno oceno notranje vrednosti delnice kot tehtano povprečje njihovih ocenjenih vrednosti. Največji ponder sem namenil metodi diskontiranih denarnih tokov, saj ima podjetje v vsakem obračunskem obdobju stabilne denarne tokove, med tem, ko ni nujno, da izplača dividende. Zato sem nižji ponder določil metodi izračuna notranje vrednosti na podlagi dividend, prav tako pa sem nižji ponder določil tudi metodi izračuna notranje vrednosti na podlagi kazalcev, saj ni primerljivega podjetja, katerega temeljna dejavnost je le uvoz in distribucija naftnih derivatov. V tabeli je predstavljen izračun končne vrednosti notranje vrednosti delnice, ki sam ga dobil kot oceno vrednosti na podlagi vseh treh opisanih metod.

Tabela 16: Končni izračun notranje vrednosti

Uporabljena metoda	Ocena vrednosti (SIT)	Ponder	Vrednost (SIT)
Metoda različnih kazalcev	42.170,20	0,25	10.543,00
Izračun na podlagi dividend	51.824,00	0,25	12.956,00
Diskontirani neto denarni tokovi	51.212,00	0,50	25.606,00
Skupaj		**1,00**	**49.105,00**

Vir: Lastni izračuni, 2003.

Iz tabele vidno, da je končna ocena vrednosti delnice Petrola izračunana na podlagi vseh treh uporabljenih metod na dan 11.12.2003 znašala 49.105,00 tolarjev, ob predpostavki, da pri izračunih ni bilo narejene nikakršne večje napake. Dobljen končni izračun notranje vrednosti nam pokaže, da notranja vrednost delnice podjetja Petrol, d.d. bistveno razlikuje od tržne vrednosti delnice Petrola na borzi na dan 11.12.2003. Izračunana končna vrednost delnice je manjša od tržne vrednosti za 16 odstotkov, saj je bila na ta dan tržna vrednost delnice Petrola 58.524 tolarjev.

5. SKLEP

Namen diplomske naloge je prikazati uporabo treh različnih metod za izračun notranje vrednosti podjetja. Metod vrednotenja je sicer veliko, osnovne, ki se jih v praksi poslužujemo najpogosteje so predstavljene prav v tem delu. Pri izbiri je seveda treba preučiti vse prednosti kot slabosti posamezne metode.

Metoda izračuna notranje vrednosti delnice na podlagi kazalcev, temelji na primerjanju posameznih kazalcev med konkurenčnimi podjetji, pri tem pa je največja ovira izbrati primerljivo podjetje (benchmarking), ki je pri izračunu končne ocene bistvenega pomena.

Metoda izračuna notranje vrednosti na podlagi dividend temelji na logiki, da je vrednost podjetja enaka vrednosti prihodnjih dividend, diskontiranih z ustrezno

zahtevano stopnjo donosa. Metoda temelji na opisani logiki, vendar se pri tem pojavlja omejitev, saj dobiček ni v celoti namenjen za izplačilo dividend.

Metoda izračuna notranje vrednosti na podlagi diskontirane vrednosti neto denarnih tokov temelji na enaki logiki kot preje opisana metoda, le da, se napovedovanje izvaja v dveh delih. V prvem delu napovedujemo denarne tokove za eksplicitno obdobje neposredno iz postavk izkazov podjetja, v drugem delu pa se napoveduje denarne tokove po eksplicitnem obdobju, ker se predvideva stalna stopnja rasti podjetja v tem obdobju.

Končni izračun ocene vrednosti je narejen s pomočjo analize možnih izidov, pri kateri določim najslabši in najboljši možen način razvoja dogodkov pri končnem izračunu notranje vrednosti. Najslabši možen razvoj dogodkov je opredeljen pri metodi izračuna notranje vrednosti na podlagi dividend in različnih kazalcev, najboljši možen razvoj pa je opredeljen pri metodi izračuna notranje vrednosti na podlagi diskontiranih neto denarnih tokov.

Pri napovedovanju si pomagam s podatki o preteklem poslovanju podjetja, poznavanju panoge ter napovedih podjetja o prihodnjem poslovanju. Seveda pa so ključnega pomena tudi predpostavke, ki jih analitik uporabi pri napovedi ocene in le – te so lahko hitro subjektivne in podvržene želeni vrednosti.

V nalogi sem prikazal vse tri zgoraj opisane metode vrednotenja na podlagi vrednotenja delnice podjetja Petrol, d.d. in ugotovil, da je ocenjena vrednost delnce Petrola po vseh treh metodah nižja od tržne cene.

Z vključitvijo Slovenije v Evropsko unijo, bodo tudi naša podjetja lažje konkurirala na evropskem trgu, hkrati pa bo slovenski trg z dograditvijo cestnega križa postal nasičen z bencinskimi servisi in bo večji vstop na slovenski trg možen le preko prevzemov.

LITERATURA

1. Berk Aleš, et al.: Poslovne finance. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2002. 284 str.

2. Brigham Eugene F., Daves Philip R.: Intermadiate Financial Managment, Seventh edition. South – Western: Thomson Learning, 2002. 988 str.

3. Damodaran Aswath: The Dark Side of Valuation. New york: Prentice Hall PTR, 2001. 479. str
4. Damodaran Aswath: Invesment valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second edition: John Wiley & Sons, Inc., 2002. 977 str.

5. Damodaran Aswath: Value/EBITDA Multiple [URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/vebitda.pdf], 1.12.2002, str. 13 –14

6. Lavrenčič Uroš: Vrednotenje visoko zadolženih podjetij. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1998. 51 str.

7. Mramor Dušan: Slovar poslovno finančnih izrazov. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1999. 116 str.

8. Mramor Dušan: Teorija poslovnih financ. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 2000. 191 str.

9. Rader Boštjan: Vrednotenje delniških družb – primer podjetja Lek, d.d.. Diplomsko delo, 2002. 52 str.

10. Šega Lidija: Veliki poslovni angleško – slovenski slovar, CZ. 1997. 958 str.

11. Turk I., Kavčič S., Kokotec - Novak M., Koželj S., Melavc D., Odar M.: Finančno računovodstvo. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo, 2001. 833 str

12. Repovž Mija: Katere države gredo v Ero: Veliko poklicanih, malo izbranih. Delo, Sobotna priloga, Ljubljana, 24.1.2004, str.14.

13. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.

VIRI

1. Beta koeficient za različne panoge v ZDA [URL: http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datsets/betas.xls], 10.12.2003.

2. Gibanje tečaja Petrolove delnice na Ljubljanski borzi in promet z njimi. [URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/SezIzdaj/paper.asp?id=PETG], 11.11.2003.

3. IEA Inc., Inetrnational Energy Agency - pregled objavljenih člankov [URL:http://omrpublic.iea.org/tablearchivesearchres.asp?select5=2003&Submit222=Submit], 1.12.2003.

4. Statistični podatki o rezervah in potrošnji naftnih derivatov po državah [URL:http://www.bp.com/liveassets/bp_internet/globalbp/STAGING/global_assets/downloads/O/Oil_section_print_version.pdf], 1.12.2003.

5. Poslovni časopis Finance – arhiv tiskane izdaje [URL: http://www.finance-on.net/arhiv], 11.11.2003.

6. Interna gradiva banke Nova Ljubljanska banka d.d.

7. Poslovno poročilo Petrol, d.d. za leto 1998.

8. Poslovno poročilo Petrol, d.d. za leto 1999.

9. Poslovno poročilo Petrol, d.d. za leto 2000.

10. Poslovno poročilo Petrol, d.d. za leto 2001.

11. Poslovno poročilo Petrol, d.d. za leto 2002.

12. Ekološko poročilo, Petrol, d.d., 2000.

13. Strategija razvoja koncerna , Petrol, d.d., 2001.

14. Poslovno poročilo za zaposlene, Petrol, d.d., 2000.

15. Letno poročilo Mol za leto 2002.

16. Letno poročilo Slovnaft za leto 2002.

17. Letno poročilo Istrabenz d.d. za leto 2002.

18. Letno poročilo INA za leto 2002.

19. Finančni podatki, Banka Slovenije, 2003. [URL: http://www.bsi.si/html/financni_podatki/ezm.asp], 25.11.2003.

20. Letni imenik in analiza vrednostnih papirjev, Ljubljanska borza, 2003. [URL: http://www.ljse.si/StrSlo/Izdajate/Menu/iz_imenik.htm], 28.11.2003.

21. Mol and INA: Partershp for the future, 2003. [URL:http://www.mol.hu/english/investor_relations/presentations/presentations_articles/doc131419], 12.15.2003.

SLOVAR TUJIH IZRAZOV

accrual – pasivne časovne razmejitve

basic earning power – dobičkonosnost sredstev

capital expenditure – naložbe v osnovna sredstva

cash in process – denerne rezerve

common equity – družbeni kapital iz naslova vseh naložb navadnih delničarjev

cross holding – navzkrižno / prepleteno lastništvo (delnic) med dvema družbama

cross – sectional distribution of the multiple – porazdelitev vrednosti v določenem letu

default risk – plačilno / kreditno tveganje

deferred taxes – odloženi davki

earning power – rentabilnost, sposobnost ustvarjanja (prinašanja dohodka) dobička

effective tax rate – dejanska davčna stopnja po odbitku vseh olajšav

extraordinary charge – izredni odhodek

fixed assets turnover - koeficient obračanja osnovnih sredstev

intristic value – notranja vrednost

leverage – finančni vzvod, vpliv na povečanje donosnosti lastnega kapitala z najemanjem ugodnih posojil

long – term solvency and default risk – dolgoročno tveganje soventosti ter kreditno tveganje

market capitalization – tržna vrednost podjetja (na podlagi izdanih delnic)

net income – čisti dobiček po plačanih davkih

noncash charge – nedenarni odhodek

pay out – razdeljeni dobiček

payout ratio – kazalec izplačila dobička delničarjem

principal payment – plačilo glavnice

signalling prerogatives – postavljanje preferenc

PRILOGE

PRILOGA A: Bilanca stanja podjetja Petrol, d.d. za obdobje 2001 in 2002

PRILOGA B: Izkaz uspeha podjetja Petrol, d.d. za obdobje 2001 in 2002

PRILOGA C: Ocena najpomembnejših postavk bilance stanja podjetja Petrol, d.d. za leto 2003 in napoved najpomembnejših postavk bilance stanja podjetja Petrol, d.d. za obdobje od leta 2004 do 2009

PRILOGA D: Ocena najpomembnejših postavk izkaza uspeha podjetja Petrol, d.d. za leto 2003 in napoved najpomembnejših postavk izkaza uspeha podjetja Petrol, d.d. za obdobje od leta 2004 do 2009

PRILOGA E: Družbe v Skupini Petrol na dan 30.6.2003

PRILOGA F: Lastniška struktura na dan 30.6.2003

PRILOGA G: Prodaja trgovskega blaga po segmentih prodaje za leto 2002 in napoved prodaje za leto 2003 in 2004

PRILOGA H: Prodaja naftnih proizvodov po segmentih prodaje za leto 2002 in napoved prodaje za leto 2003 in 2004

PRILOGA I: Prodaja storitev po segmentih prodaje za leto 2002 in napoved prodaje za leto 2003 in 2004

PRILOGA A: Bilanca stanja podjetja Petrol, d.d. za obdobje 2001 in 2002

SREDSTVA (v 000 SIT)	31.12.2002	31.12.2001	02/01 indeks
A) STALNA SREDSTVA			
I. Neopredmetena dolgoročna sredstva	1.227.154	408.407	300
Zemljišča	18.627.205	16.282.849	114
Zgradbe	39.403.129	38.304.313	103
Druga oprema	4.302.246	4.248.118	101
Opredmetena osnovna sredstva v gradnji ali izdelavi	6.436.530	4.490.345	143
Predujmi za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	88.679	139.167	64
II. Opredmetena osnovna sredstva	68.857.789	63.464.792	108
Deleži v podjetjih v skupini	15.216.229	11.617.813	131
Deleži v pridruženih podjetjih	3.643.823	2.488.781	146
Drugi dolgoročni deleži	3.741.811	3.305.229	113
Dolgoročne finančne terjatve do podjetij v skupini	2.621.200	1.553.884	169
Dolgoročne finančne terjatve do pridruženih podjetij	443.021	0	-
Druge dolgoročne finančne terjatve	1.324.516	492.022	269
Lastni deleži	599.994	637.919	94
III. Dolgoročne finančne naložbe	27.590.594	20.095.648	137
Skupaj stalna sredstva	97.675.537	83.968.847	116
B) GIBLJIVA SREDSTVA			
Material	301.314	353.574	85
Trgovsko blago	12.377.703	8.995.972	138
Predujmi za zaloge	759	0	-
I. Zaloge	12.679.776	9.349.546	136
Dolgoročne poslovne terjatve do kupcev	12.501	21.019	59
Dolgoročne poslovne terjatve do drugih	283.077	0	-
II. a) Dolgoročne poslovne terjatve	295.578	21.019	1406
Kratkoročne poslovne terjatve do podjetij v skupini	267.762	630.059	42
Kratkoročne poslovne terjatve do pridruženih podjetij	42.110	1.017.168	4
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	17.035.498	16.032.126	106
Kratkoročne poslovne terjatve do drugih	5.799.594	4.948.169	117
II. b) Kratkoročne poslovne terjatve	23.144.964	22.627.522	102
Kratkoročni deleži v podjetjih v skupini	72.270	241.246	30
Kratkoročni deleži do pridruženih podjetij	0	0	-
Kratkoročne finančne naložbe do drugih	1.128.414	1.692.575	67
Kratkoročne terjatve za obresti v podjetjih v skupini	23.607	1.410	1674
Kratkoročne terjatve za obresti v pridruženih podjetjih	0	64.945	-
Kratkoročne terjatve za obresti do drugih	158.613	156.238	102
III. Kratkoročne finančne naložbe	1.382.904	2.156.414	64
IV. Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	2.608.884	3.405.985	77
Skupaj gibljiva sredstva	40.112.106	37.560.486	107
C) AKTIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	292.763	287.433	102
SKUPAJ SREDSTVA	**138.080.406**	**121.816.766**	**113**

OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	31.12.2002	31.12.2001	02/01 indeks
A) KAPITAL			
I. Vpoklicani kapital	12.517.806	12.517.806	100
II. Kapitalske rezerve	23.880	2.665	896
Zakonske rezerve	14.739.247	14.701.323	100
Rezerve za lastne deleže	599.995	637.919	94
Druge rezerve iz dobička	15.186.425	10.433.462	146
III. Rezerve iz dobička	30.525.667	25.772.704	118
IV. Preneseni čisti poslovni izid	2.842.516	4.247.741	67
V. Čisti poslovni izid poslovnega leta	2.629.002	2.037.590	129
Splošni prevrednotovalni popravki kapitala	19.190.518	19.190.518	100
VI. Prevrednotovalni popravki kapitala	19.190.518	19.190.518	100
Skupaj kapital	67.729.389	63.769.024	106
B) REZERVACIJE			
Rezervacije za velika popravila	2.037.365	2.037.764	100
Druge rezervacije-ekologija	7.423.005	8.083.822	92
Skupaj rezervacije	9.460.370	10.121.586	93
C) FINANČNE IN POSLOVNE OBVEZNOSTI			
a) Dolgoročne finančne in poslovne obveznosti			
Dolgoročne finančne obveznosti do bank	9.493.836	8.136.575	117
Dolgoročno finančne obveznosti do drugih	1.367.602	0	-
Dolgoročne finančne obveznosti	10.861.438	8.136.575	133
Dolgoročne poslovne obveznosti do drugih	9.716	136.025	7
Dolgoročne poslovne obveznosti do pridruženih podjetij	129.219	0	-
Dolgoročne poslovne obveznosti	138.935	136.025	102
b) Kratkoročne finančne in poslovne obveznosti			
Kratkoročne finančne obveznosti do podjetij v skupini	1.865.146	480.904	388
Kratkoročne finančne obveznosti do bank	9.682.557	6.161.945	157
Kratkoročne finančne obveznosti do drugih	9.660	20.147	48
Kratkoročne finančne obveznosti	11.557.363	6.662.996	173
Kratkoročne poslovne obveznosti do podjetij v skupini	13.834.590	9.432.073	147
Kratkoročne poslovne obveznosti do pridruženih podjetij	135.867	217.540	62
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	10.009.075	8.159.298	123
Kratkoročne obveznosti do zaposlencev	769.234	708.220	109
Kratkoročne obveznosti do države	12.168.256	12.522.008	97
Kratkoročne poslovne obveznosti na podlagi predujmov	86.719	540.685	16
Druge kratkoročne obveznosti - dividende	0	93.580	-
Kratkoročne poslovne obveznosti do drugih	465.447	875.966	53
Kratkoročne poslovne obveznosti	37.469.188	32.549.370	115
Skupaj finančne in poslovne obveznosti	60.026.924	47.484.966	126
Č) PASIVNE ČASOVNE RAZMEJITVE	863.723	441.190	196
SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	**138.080.406**	**121.816.766**	**113**

Vir: Poslovno poročilo 2002

***PRILOGA B**: Izkaz uspeha podjetja Petrol, d.d. za obdobje 2001 in 2002*

v 000 SIT	**2002**	**2001**	**02/01 Indeks**
Čisti prihodki od prodaje	263.473.448	262.023.840	101
Nabavna vred. prodanega blaga	(229.005.086)	(229.593.540)	100
Kosmati poslovni izid od prodaje	**34.468.362**	**32.430.300**	**106**
Stroški prodajanja	(25.748.144)	(24.362.499)	106
Stroški splošnih dejavnosti	(6.548.247)	(5.459.394)	120
Drugi poslovni prihodki	1.166.693	1.114.040	105
Poslovni izid iz poslovanja	**3.338.664**	**3.722.447**	**90**
Finančni prihodki iz deležev	2.779.880	1.799.619	154
Finančni prihodki iz dolg. terjatev	240.229	208.436	115
Finančni prihodki iz kratk. terjatev	4.496.090	4.111.162	109
Revalorizacijski presežek	0	141.525	-
Finančni prihodki	**7.516.199**	**6.260.742**	**120**
Finančni odhodki za odpise dolg. in kratk. finančnih naložb	(1.388.510)	(789.211)	176
Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	(3.528.348)	(5.176.875)	-
Finančni odhodki	**(4.916.858)**	**(5.966.086)**	**82**
Poslovni izid iz rednega delovanja	**5.938.005**	**4.017.103**	**148**
Izredni prihodki	79.322	113.163	70
Izredni odhodki	(759.323)	(26.673)	2847
Poslovni izid zunaj rednega delovanja	**(680.001)**	**86.490**	**-**
Celotni poslovni izid	**5.258.004**	**4.103.593**	**128**
Davki iz dobička	0	(28.413)	-
Čisti poslovni izid poslovnega leta	**5.258.004**	**4.075.180**	**129**

Vir: Poslovno poročilo 2002

PRILOGA C: Ocena najpomembnejših postavk bilance stanja podjetja Petrol, d.d. za leto 2003 in napoved najpomembnejših postavk bilance stanja podjetja Petrol, d.d. za obdobje od leta 2004 do 2009 (v 1000 SIT)

SREDSTVA	31. 12. 2002	31. 12. 2003	31. 12. 2004	31. 12. 2005	31. 12. 2006	31. 12. 2007	31. 12. 2008	31. 12. 2009	31. 12. 2010
STALNA SREDSTVA									
Neopredmetena dolgoročna sredstva	1.326.238	1.989.357	2.785.100	3.899.140	5.458.796	7.642.314	10.699.239	14.978.935	20.970.509
Opredmetena osnovna sredstva	80.654.687	93.480.925	107.200.282	121.949.982	138.053.014	155.959.779	176.299.022	199.949.129	228.137.950
Dolgoročne finančne naložbe	8.932.961	9.111.620	9.293.853	9.479.730	9.669.324	9.862.711	10.059.965	10.261.164	10.466.388
Skupaj stalna sredstva	**90.913.886**	**104.581.902**	**119.279.234**	**135.328.851**	**153.181.133**	**173.464.804**	**197.058.226**	**225.189.229**	**259.574.846**
GIBLJIVA SREDSTVA									
Zaloge	13.438.252	13.707.017	13.981.157	14.260.781	14.545.996	14.836.916	15.133.654	15.436.327	15.745.054
Dolgoročne poslovne terjatve	295.578	301.490	307.519	313.670	319.943	326.342	332.869	339.526	346.317
Kratkoročne poslovne terjatve	26.069.425	27.372.896	28.741.541	30.178.618	31.687.549	33.271.926	34.935.523	36.682.299	38.516.414
Kratkoročne finančne naložbe	1.715.625	1.887.188	2.075.906	2.283.497	2.511.847	2.763.031	3.039.334	3.343.268	3.677.595
Dobroimetje pri bankah, čeki in gotovina	5.076.048	4.822.246	4.581.133	4.352.077	4.134.473	3.927.749	3.731.362	3.544.794	3.367.554
Skupaj gibljiva sredstva	**46.594.928**	**48.090.836**	**49.687.257**	**51.388.642**	**53.199.808**	**55.125.965**	**57.172.742**	**59.346.214**	**61.652.933**
Aktivne časovne razmejitve	337.972	354.871	372.614	391.245	410.807	431.347	452.915	475.561	499.339
SKUPAJ SREDSTVA	**137.846.786**	**153.027.609**	**169.339.106**	**187.108.738**	**206.791.748**	**229.022.116**	**254.683.883**	**285.011.003**	**321.727.118**
OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV									
KAPITAL									
Skupaj kapital brez manjšinskih lastnikov	67.755.012	73.066.748	77.925.616	83.355.875	89.348.609	95.687.356	102.355.537	109.312.719	116.199.196
Kapital manjšinskih lastnikov	326.870	326.870	326.870	326.870	326.870	326.870	326.870	326.870	326.870
Skupaj kapital	**68.081.882**	**73.393.618**	**78.252.486**	**83.682.745**	**89.675.479**	**96.014.226**	**102.682.407**	**109.639.589**	**116.526.066**
REZERVACIJE									
Druge rezervacije	10.083.911	10.083.911	10.083.911	10.083.911	10.083.911	10.083.911	10.083.911	10.083.911	10.083.911
Skupaj rezervacije	**10.083.911**	**10.083.911**	**10.083.911**	**10.083.911**	**10.083.911**	**10.083.911**	**10.083.911**	**10.083.911**	**10.083.911**
DOLGOROČNE OBVEZNOSTI									
Dolgoročne finančne obveznosti	12.485.974	14.983.169	17.979.803	21.575.763	25.783.037	30.681.814	36.511.359	43.631.073	52.139.133
Dolgoročne poslovne obveznosti	138.935	138.935	138.935	138.935	138.935	138.935	138.935	138.935	138.935
Skupaj dolgoročne obveznosti	**12.624.909**	**15.122.104**	**18.118.738**	**21.714.698**	**25.921.972**	**30.820.749**	**36.650.294**	**43.770.008**	**52.278.068**
KRATKOROČNE OBVEZNOSTI									
Kratkoročne finančne obveznosti	14.100.528	16.215.607	18.647.948	21.258.661	23.809.700	26.904.961	30.402.606	34.658.971	40.031.112
Kratkoročne poslovne obveznosti	31.874.369	36.974.268	42.890.151	48.894.772	55.740.040	63.543.646	73.075.193	84.767.223	100.025.324
Skupaj kratkoročne obveznosti	**45.974.897**	**53.189.875**	**61.538.099**	**70.153.433**	**79.549.741**	**90.448.607**	**103.477.799**	**119.426.195**	**140.056.436**
Pasivne časovne razmejitve	1.081.187	1238101	1.345.872	1.473.951	1.560.646	1.654.623	1.789.473	2.091.299	2.782.638
SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV	**137.846.786**	**153.027.609**	**169.339.106**	**187.108.738**	**206.791.748**	**229.022.116**	**254.683.884**	**285.011.002**	**321.727.118**

Vir: Lastni izračuni, 2003.

PRILOGA D: Ocena najpomembnejših postavk izkaza uspeha podjetja Petrol, d.d. za leto 2003 in napoved najpomembnejših postavk izkaza uspeha podjetja Petrol, d.d. za obdobje od leta 2004 do 2009 (v 1000 SIT)

Izkaz uspeha	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**
Čisti prihodki od prodaje	296.811.776	320.556.718	346.201.255	373.897.355	403.809.143	436.113.874	471.002.984	508.683.222,7
Nab. vred. prodanega blaga in proiz. stroški prodanih proizvodov	(253.015.154)	(273.256.366)	(295.116.875)	(318.726.225)	(344.224.323)	(371.762.269)	(401.503.250)	(433.623.510)
Kosmati poslovni izid od prodaje	**43.796.622**	**47.300.352**	**51.084.380**	**55.171.130**	**59.584.820**	**64.351.605**	**69.499.734**	**75.059.713**
Stroški prodajanja	(29.734.907)	(31.221.652)	(32.772.234)	(34.410.846)	(36.131.388)	(37.937.957)	(39.834.855)	(41.826.598)
Stroški splošnih dejavnosti	(10.560.000)	(11.088.000)	(11.642.400)	(12.224.520)	(12.835.746)	(13.477.533)	(14.151.410)	(14.858.981)
Drugi poslovni prihodki	1.552.866	1.630.509	1.712.034	1.797.636	1.887.518	1.981.894	2.080.989	2.185.038
Poslovni izid iz poslovanja	**5.054.581**	**6.621.209**	**8.381.780**	**10.333.400**	**12.505.204**	**14.918.009**	**17.594.458**	**20.559.172**
Finančni prihodki iz deležev v pridruženih podjetjih	1.271.467	1.296.896	1.322.834	1.349.291	1.376.277	1.403.803	1.431.879	1460516,58
Finančni prihodki iz deležev v skupaj obvladovano podjetje	4	4	4	4	4	4	4	4
Drugi finančni prihodki iz deležev	475.538	499.315	524.281	550.495	578.020	606.921	637267	669130,35
Finančni prihodki iz dolg. terjatev	150.951	147.932	144.973	142.073	139.232	134.447	131.758	129122,84
Finančni prihodki iz kratk. terjatev	4.547.955	4.456.996	4.367.857	4.280.500	4.194.890	4.110.992	4.028.772	3948196,56
Finančni prihodki	**6.445.915**	**6.401.143**	**6.359.949**	**6.322.363**	**6.288.423**	**6.256.167**	**6.229.680**	**6206970,33**
Finančni odhodki za odpise dolg. in kratk. finančnih naložb	(476.936)	(150.000)	(150.000)	(150.000)	(150.000)	(150.000)	(150.000)	(150.000)
Finančni odhodki za obresti in iz drugih obveznosti	(4.492.489)	(5.390.987)	(6.469.184)	(7.763.021)	(9.315.625)	(11.178.750)	(13.414.500)	(16.097.400)
Finančni odhodki	**(4.969.425)**	**(5.540.987)**	**(6.619.184)**	**(7.913.021)**	**(9.465.625)**	**(11.328.750)**	**(13.564.500)**	**(16.247.400)**
Poslovni izid iz rednega delovanja	**6.531.071**	**7.481.365**	**8.122.545**	**8.742.742**	**9.328.002**	**9.845.426**	**10.259.638**	**10.518.743**
Izredni prihodki	96.935	96.935	96.935	96.935	96.935	96.935	96.935	96.935
Izredni odhodki	(20.811)	(20.811)	(20.811)	(20.811)	(20.811)	(20.811)	(20.811)	(20.811)
Poslovni izid zunaj rednega delovanja	**76.124**	**76.124**	**76.124**	**76.124**	**76.124**	**76.124**	**76.124**	**76.124**
Celotni poslovni izid	**6.607.195**	**7.557.489**	**8.198.669**	**8.818.866**	**9.404.126**	**9.921.550**	**10.335.762**	**10.594.867**
Davki iz dobička	(79.286)	(249.559)	(119.634)	(185.188)	(232.384)	(252.176)	(319.834)	(431.776)
Čisti poslovni izid poslovnega leta	**6.527.909**	**7.307.930**	**8.079.035**	**8.633.678**	**9.171.742**	**9.669.374**	**10.015.928**	**10.163.091**

Vir: Lastni izračuni, 2003.

PRILOGA E: Družbe v Skupini Petrol na dan 30.6.2003

.Odvisna podjetja	Država, v kateri je sedež podjetja	Lastništvo v %
Destilat d.o.o., Ljubljana	Slovenija	100
Hotel Špik, d.o.o., Gozd Martuljek	Slovenija	100
Petrol Plin, d.o.o, Ljubljana	Slovenija	100
Petrol Gostinstvo, d.o.o., Ljubljana	Slovenija	100
Petrol Skladiščenje, d.o.o., Ljubljana	Slovenija	100
Petroservis, d.o.o., Ljubljana	Slovenija	100
Petrol Energetika, d.o.o., Ravne na Koroškem	Slovenija	80
Cypet Oils Ltd, Limassol	Ciper	100
Petrol - Trade, H.m.b.H., Dunaj	Avstrija	100
ki vključuje družbo		
Cypet Trade Ltd, Limassol	Ciper	
Petrol Trgovina, d.o.o., Zagreb	R Hrvatska	100
Petrol BH Oil Company, d.o.o., Sarajevo	R Bosna in Hercegovina	100
Petrol, d.o.o., Beograd	Državna skupnost Srbije in Črne gore	100
Pridružena podjetja		
Instalacija, d.o.o., Koper	Slovenija	49
Ogrevanje Piran,d.o.o	Slovenija	40
Aquasystems, d.o.o	Slovenija	26
Skupaj obvladovano podjetje		
Geoenergo, d.o.o.	Slovenija	50

Vir: Poslovno poročilo 2002

Podjetje Petrol se je v delniško družbo preoblikovalo konec leta 1996. Družba Petrol predstavlja matično podjetje Poslovne skupine Petrol, ki jo je konec leta 2002 sestavljalo sedem domačih odvisnih podjetij in pet odvisnih podjetij v tujini (Avstrija, BIH, Ciper, Hrvaška, Srbija in Črna gora), tri domača pridružena podjetja ter eno skupaj obvladovano podjetje. V tabeli 8 so predstavljene družbe in njihov delež v lastništvu.

PRILOGA F: Lastniška struktura

Največji delničarji Petrola, d.d. na dan 30.6.2003		
Delničar	Število delnic	Lastniški delež v %
Slovenska odškodninska družba, d.d.	406.456	19,48
Kapitalska družba, d.d.	161.918	7,76
NFD 1, Investicijski sklad, d.d.	111.807	5,36
Nova KBM, d.d.	66.294	3,18
KD Investments, d.d. VS Galileo	61.686	2,96
Triglav Steber 1, d.d.	54.606	2,62
ID KD, d.d.	47.976	2,3
GB, d.d., Kranj	44.938	2,15
Krona Senior, d.d.	27.797	1,33
Petrol, d.d., Ljubljana	27.349	1,31

Vir: Poslovno poročilo 2002

Osnovni kapital družbe je razdeljen na 2.086.301 rednih imenskih delnic z nominalno vrednostjo 6.000 tolarjev.

PRILOGA G: Prodaja trgovskega blaga po segmentih prodaje za leto 2002 in napoved prodaje za leto 2003 in 2004 (v 1000 SIT)

Prodaja trgovskega blaga (v 1000 SIT)			
Leto	2002	2003	2004
Galanetija in cigareti	16.802.388	20.473.131	27.638.727
Prehrambeno blago	7.119.656	9.717.883	13.119.142
Avtomatrial in čistila	3.417.435	4.946.966	6.678.404
Ostalo	1.139.145	2.021.820	2.729.457
Čisti prihodki na dan 31.12.	28.478.623	37.159.800	50.165.730

Vir: Lastni izračuni, 2003.

PRILOGA H: Prodaja naftnih proizvodov po segmentih prodaje za leto 2002 in napoved prodaje za leto 2003 in 2004 (v 1000 SIT)

Prodaja naftnih proizvodov (v 1000 SIT)			
Leto	2002	2003	2004
Motorni bencini	80.697.938	79.716.808	83.756.850
Diselsko gorivo	65.980.988	72.358.333	76.030.452
Kurilno olje	65.980.988	67.452.683	70.879.520
Ostalo	32.622.571	33.113.135	34.822.994
Čisti prihodki od prodaje na dan 31.12.	245.282.485	252.640.960	265.489.817

Vir: Lastni izračuni, 2003.

PRILOGA I: Struktura prodaje storitev za leto 2002 in napoved prodaje za leto 2003 in 2004 (v 1000 SIT)

Prodaja storitev (v 1000 SIT)			
Leto	2002	2003	2004
Najemnine	185.287	238.112	278.422
Provizije	188.920	184.742	216.017
Magna	475.933	582.963	681.652
Prevozi	1.406.000	1.613.412	1.886.544
Avtopralnice	359.674	422.853	494.437
Ostalo	1.017.261	1.149.505	1.344.102
Čisti prihodki na dan 31.12.	3.633.074	4.191.586	4.901.172

Vir: Lastni izračuni, 2003.